



## 美元加息平稳，白银偏强震荡

### 观点综述:

- 1、 美国经济持续稳步增长，加息节奏预计维持缓慢，新总统的财政刺激政策将成为影响加息的最大变数，美元指数将偏强震荡。
- 2、 欧元区经济整体复苏，经济下行风险下降。欧洲进入大选年，政治风险及银行业风险造成市场资金避险需求上升，利好贵金属价格。
- 3、 人民币汇率持续贬值导致国内银价表现较强，加之国内期货市场游资投机行为加剧，白银或成为新的投机标的。
- 4、 供给方面，2017年白银整体矿产白银供给将继续呈现收缩；需求方面，银币银条及珠宝首饰类需求将维持疲软，工业需求有望上升，投资需求将保持增长。供需整体预计呈现紧平衡的态势。
- 5、 总体来看，预计2017年白银价格将呈现偏强震荡，下方支撑区间 3500-3600 元/千克，上方压力位 5100-5200 元/千克。

报告日期:

2017-1-4

报告类型:

年度报告

分析师:

张烨

联系电话:

0755-83476862

联系邮箱:

[zhangye@szjhqh.com](mailto:zhangye@szjhqh.com)



以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明:本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话: 0755 83472566 地址: 深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼

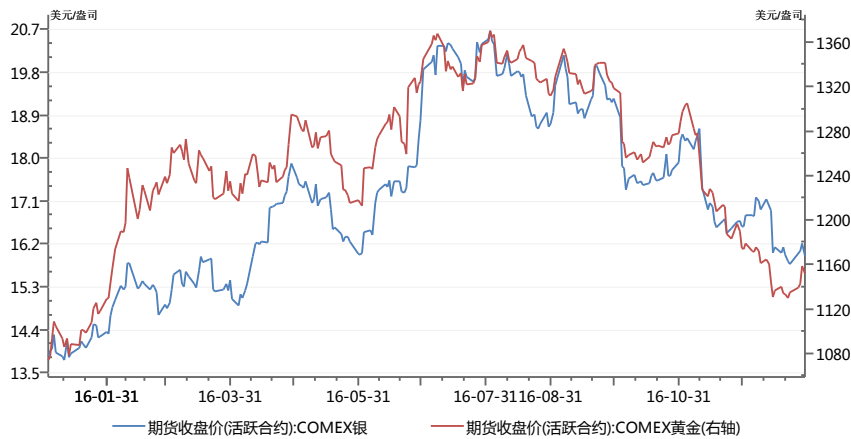
网址www.szjhqh.com



## 市场回顾

2016年贵金属价格走势整体呈现企稳反弹走高，随后承压回落走势，终结了自2011年来连续四年的下跌走势。2016年贵金属价格仍受美国经济数据变化下联储政策预期变化的主导，但黑天鹅事件的发生对价格产生较大的影响，金银价格的波动较2015年表现的更为剧烈。上半年，由于美国经济数据表现疲软，美联储加息预期不断后延，贵金属价格因此呈现震荡上涨走势。年中，英国脱欧公投事件使得全球经济不确定性增加，避险情绪主导下贵金属价格进一步上升，达到年内高位。进入第三季度，由于美国经济数据参差不齐，市场升息预期因此表现紊乱但整体有所增强，贵金属因此呈现高位承压走势。随后进入10月，美国经济数据明显改善，通胀数据有所企稳，市场对年内升息的预期呈现压倒式的增强，贵金属价格破位下跌，黄金呈现趋势性下跌走势。期间，美国大选共和党候选人特朗普意外当选引发短期的避险需求令短期价格剧烈反弹。

图1: COMEX金银2016收盘价



数据来源: Wind资讯

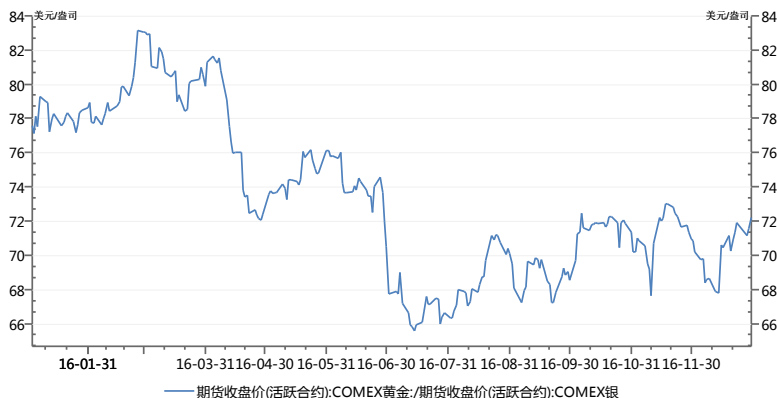
数据来源: WIND、金汇期货

2016年至今国际白银的走势与黄金的相关系数大约为0.88，显示出白银的走势主要跟随黄金。但相对于黄金，白银价格在2015年明显表现出相对强势。其中，COMEX金银比价由年初最高的83.29下跌至最低的65.47，跌幅为21.4%。白银相对黄金偏强的原因表现在有色金属价格的强势对银价的支持，其背后主要在于全球白银供给的收缩。全球铅锌矿冶炼副产的下滑以及亚洲地区原生银产量的缩减构成全球白银供给收缩的主要原因。

图2: COMEX金银价比

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND、金汇期货

## 宏观篇

### 1、加息节奏仍缓慢，财政刺激成为变数

美联储在2015年末首次加息0.25%后，终于在2016年底迎来了第二次加息。从16年的加息动作来看，即使数据显示经济增长良好，美联储并不急于将利率提升至长期的3.0%左右的水平。美联储表示此轮加息的目的是为未来货币政策腾出操作空间，也希望经济保持平稳的增长，使得美联储可以进行缓慢温和的加息。从目前的经济数据来看，通胀压力仍不明显，17年的加息节奏并没有加快的必要。

图3: 美国GDP同比增速预期

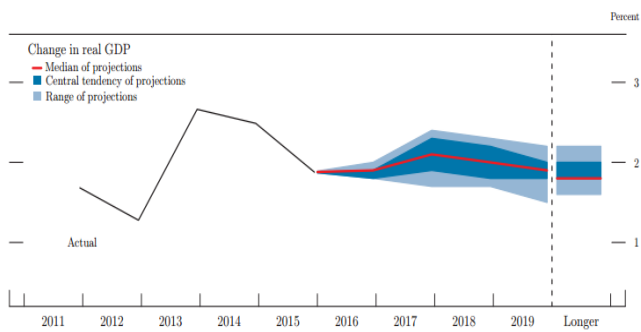
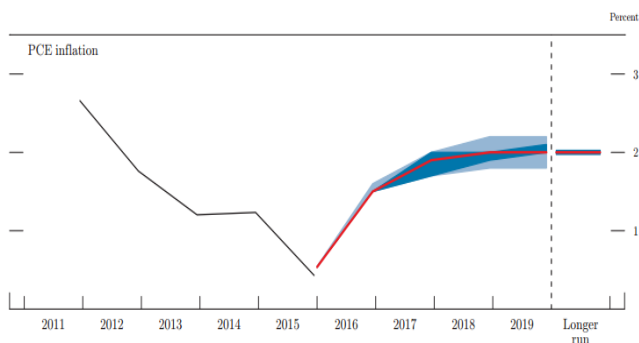


图4: 美国PCE通胀率预期



数据来源: 美联储、金汇期货

从2017年美联货币政策决策成员的构成来看，2016年的三位主张加息的鹰派成员在2017年都没有投票权，拥有投票权成员主要由大多数中立成员和个别鸽派成员组成，没有明显的鹰派成员，这也反映出明年美联储不太可能会主动的加速加息。

然而无论是中立还是鸽派，官员们都曾表达过一个一致的观点，就是当通胀率达到2.0%目标后货币政策必然会收紧。这就使得通胀率的增长速度成为了决定2017年加息节奏的重要因素。美国新总统特朗普宣称将通过大幅的财政刺激政策来推动美国经济。尽管财政政策的具体落实需要较长时间，但法案一旦通过将推动市场的通胀预期上升，提前在资本市场产生影响，可能导致美联储加息步伐的加快。耶伦在12月会议后的发布会上表示，此次会议有对于财政刺激后的货币政策如何反应问题做出讨论，但目前变数太大，难以给出明确的观点，届时会根据市场

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

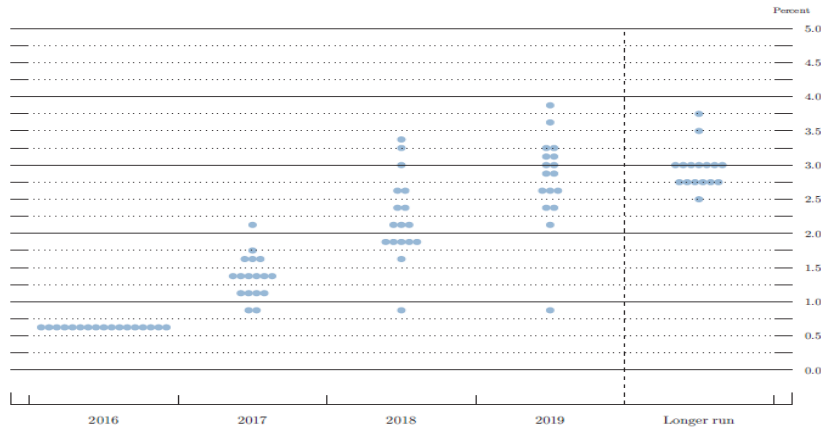
公司地址: 0755 83472566 地址: 深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼

网址www.szjqh.com



的反应情况采取行动。

图5: 美联储12月会议利率点阵图



数据来源: 美联储、金汇期货

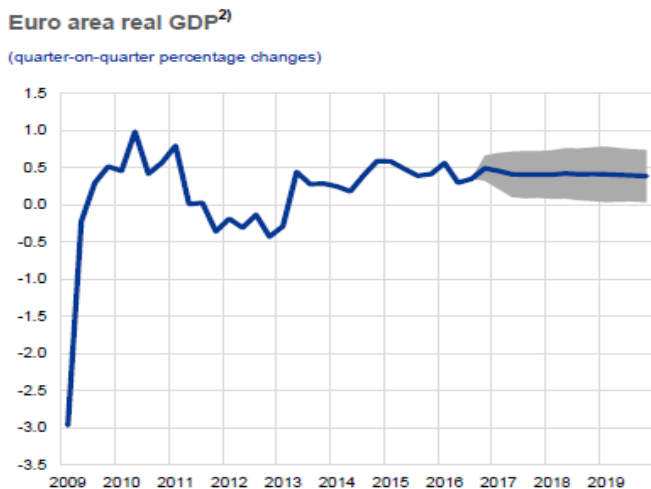
2017年美国仍处于上升阶段, 预计GDP增长2.1%, 失业率维持4.5%低位, 通胀率将达到1.8%, 财政刺激政策将成为影响加息的变数, 美元指数偏强震荡。

## 2、欧元区持续宽松, 或再出黑天鹅

欧元区GDP预计2016年增长1.7%。私人消费预计保持缓慢增长, 国内需求仍持续疲软。在宽松政策的影响下, 银行信贷状况增长良好, 会对个人消费提供支撑。英国的脱欧导致的出口需求减少将长期影响欧元区, 国外需求将长期处于低位。

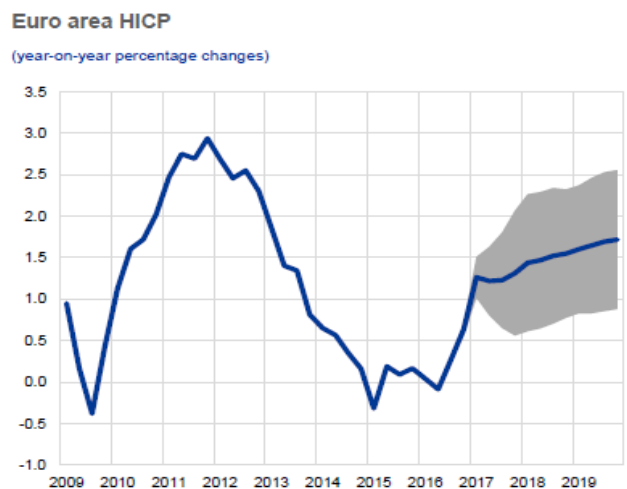
欧元区的低利率宽松政策产生了一定的效果, 但国内需求和个人消费方面仍然疲软, 核心物价水平增长有限, 尽管经济下行风险下降, 但仍然存在, 宽松政策预计会持续。经济数据的好转降低了扩大宽松的可能。预计2017年, 欧元相对于已进入加息周期的美元, 将继续处于弱势, 对于美元指数形成一定支撑。

图6: 欧元区GDP同比增速预期



数据来源: ECB、金汇期货

图7: 欧元区CPI指数预期



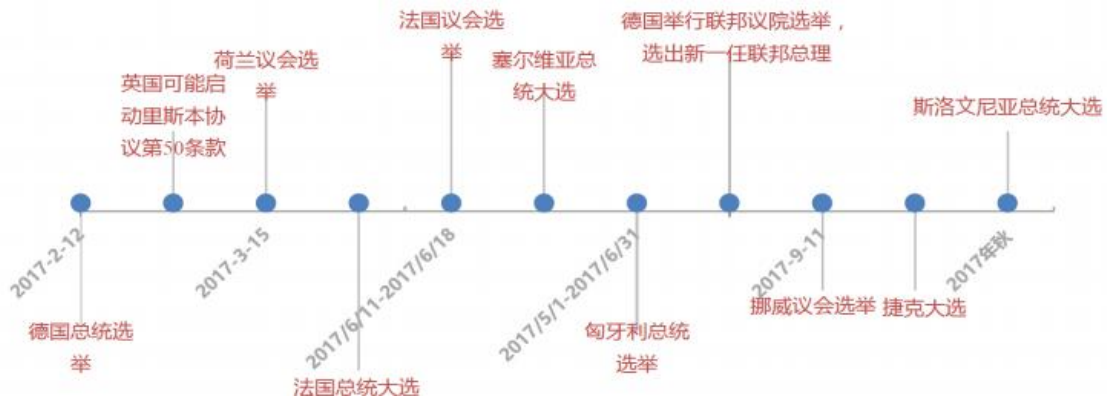
以上资料仅用作实际交易之参考, 本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体, 但是来源与数据未经独立验证, 严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此, 金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



另外，2017年是欧洲大选年，法国和德国都将开始新一轮政府换届大选。而在目前民粹主义盛行的当下，传统的政治党派的势力快速被民粹主义党派所吞噬，如包括意大利的五星运动党、法国的国民阵线党、荷兰的自由党，上述民粹党派的影响力不容忽视，一旦它们上台，为了转移国内矛盾、迎合民众需要，这些民粹党派或效仿英国选择退欧公投，欧元区 and 欧盟或将面临解体风险；同时，欧洲银行业困境以及欧洲债务问题作为“顽疾”持续干扰欧洲经济复苏，任何一个小事件都有可能被放大成局域性问题；最后就是难民问题以及频发的恐怖袭击，这将进一步推动民粹主义盛行，加大大选等事件的不确定性。这些潜在的黑天鹅很有可能导致市场的避险需求上升，利好贵金属价格。

图8：2017欧洲政治大事一览



数据来源：ECB、金汇期货

### 3、大宗商品价格回升，全球通胀上行

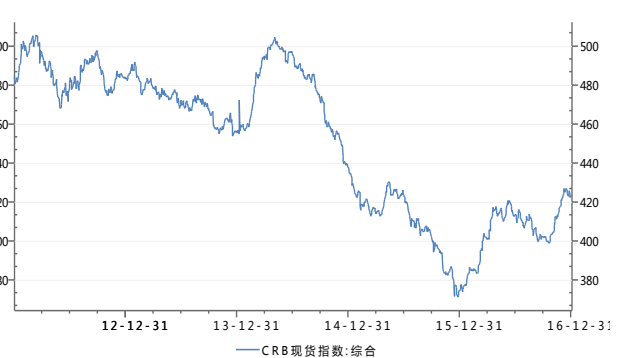
今年来原油大涨也抬升了全球通胀预期。在去年经历低油价的黄金，主要原油产出国开始出现大幅财政赤字，其中以津巴布韦为典型代表，同时中东主要产出国如沙特、伊朗以及俄罗斯受困于低油价，也呈现财政负担过重风险。随着11月底OPEC首度达成冻产协议，在此预期推动下，原油年内大幅上行，美原油WTI从年初的最低位26美元大幅上涨至目前的53美元/桶，涨幅达到103.85%。明年来看，随着冻产协议的具体落实，以及全球原油需求的企稳，预计原油供需会再度寻找新的平衡点，料将原油将整体维持在50美元高位震荡偏强。叠加中东地区地缘政治影响，或将为原油上行提供动能，为全球通胀上行再添助力。

图9：英国布伦特原油现货价格

图10：CRB指数



数据来源：Wind



数据来源：Wind

数据来源：WIND、金汇期货

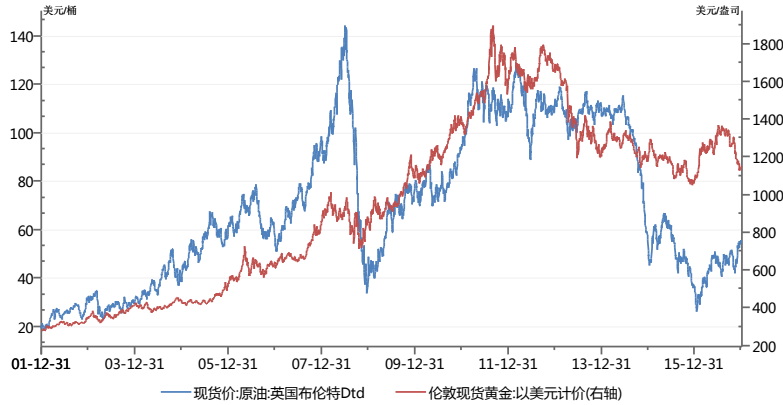
对于贵金属来说，与原油价格有较强的正相关，原油价格的企稳直接对贵金属价格构成支持。其次，通胀的企稳将在短期内提升贵金属对冲通胀的需求，贵金属也将获得支持。

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



图11: 原油黄金价格走势对比



数据来源: Wind资讯

数据来源: WIND、金汇期货

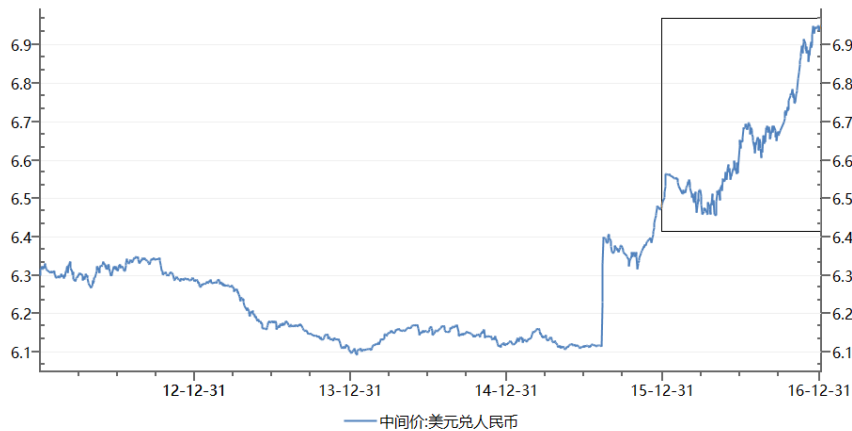
#### 4、人民币持续贬值，内盘表现强于外盘

2016年全年人民币对美元汇率整体走弱，离岸人民币对美元整体贬值达5.8%、在岸人民币贬值6.6%：2016年初人民币汇率的急贬，但之后随着美联储加息不断延后，又企稳大幅升值；6月份英国脱欧，美元指数飙升，人民币顺势贬值；10月份至年底，美国经济好转、加息预期增强、特朗普政策高预期，再加上英国脱欧、意大利公投加剧欧洲风险，美元指数再度飙升，人民币汇率继续对美元贬值，人民币对美元汇率也达到了8年新低。

目前国内经济仍相对稳定，货币政策中性偏紧，央行增强了资本项目监管，预计未来对汇率的干预管理也会持续，短期内人民币对美元汇率有望保持稳定。长期来看，由于在2014-2015年人民币锚定美元而积累了高估压力，人民币的贬值预期将长期存在。

在人民币贬值因素的主导下，白银内外盘价差快速扩张；除了人民币，国内期货市场投资资金的巨量进入进一步推升国内价格相对国外价格的偏离。

图12: 美元兑人民币中间价



数据来源: Wind资讯

数据来源: WIND、金汇期货

## 基本面篇

金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何消息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话: 0755 83472566 地址: 深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.szjqh.com



### 白银供需平衡表

(百万盎司)	2011	2012	2013	2014	2015
矿产银	755.3	789.3	835.3	868.3	886.7
官方抛售	12.0	7.4	7.9	-	-
回收银	261.5	255.5	192.7	168.5	146.1
套保供给	12.2	-47.1	-35.4	16.8	7.8
<b>总供给</b>	<b>1041.1</b>	<b>1005.2</b>	<b>1000.5</b>	<b>1053.3</b>	<b>1040.6</b>
珠宝首饰	188.8	186.3	212.1	224.0	226.5
银币银条	210.6	138.0	243.6	236.1	292.3
银器	47.2	43.7	58.8	60.7	62.9
工业需求	628.3	595.2	597.9	611.2	588.7
电子	290.8	267.0	266.2	263.4	246.7
焊料	62.7	60.6	63.1	66.1	61.1
摄影	59.1	52.1	48.0	48.5	46.7
光伏	69.1	60.5	55.8	63.2	77.6
其他	146.6	155.0	164.7	170.1	156.6
<b>总需求</b>	<b>1074.8</b>	<b>963.2</b>	<b>1112.4</b>	<b>1131.9</b>	<b>1170.5</b>
<b>供需缺口</b>	<b>-33.8</b>	<b>41.9</b>	<b>-111.9</b>	<b>-78.6</b>	<b>-129.8</b>
ETF	-24.0	55.1	1.6	1.5	-17.7
交易所	12.2	62.2	8.8	-8.8	0.3
<b>净平衡</b>	<b>-21.9</b>	<b>-75.4</b>	<b>-122.3</b>	<b>-71.3</b>	<b>-112.5</b>
<b>伦敦银价</b>	<b>35.2</b>	<b>31.2</b>	<b>23.8</b>	<b>19.1</b>	<b>15.68</b>

数据来源：世界白银协会

## 1、供给

据《世界金属统计》数据，2016年前八个月，全球白银矿产量同比下降3.76%到17036.4吨。产量下降的是亚洲和大洋洲；增幅最大的是非洲。从国家来看，前十二位中，产量增幅最大的是秘鲁和波兰；跌幅最大的是阿根廷。

国家	2016.1-8	%	国家	2016.1-8	%
墨西哥	3174.1	0.43	美国	659	2.94
秘鲁	2524.9	12.3	阿根廷	516.2	-22.64
中国	1979.5	0	瓜地马拉	503.4	1.88
俄罗斯	916.3	-0.01	瑞典	348.3	5.29
智利	900.5	3.31	加拿大	265.3	5.48
玻利维亚	816.1	5.89	摩洛哥	149	3.48
波兰	737.6	11.02	土耳其	134.8	0.15
澳大利亚	719	-2.05	芬兰	93.1	-1.94
哈沙克斯坦	693	-5.41	印度	90.8	-60.61
			<b>世界</b>	<b>17036.4</b>	<b>-3.76</b>

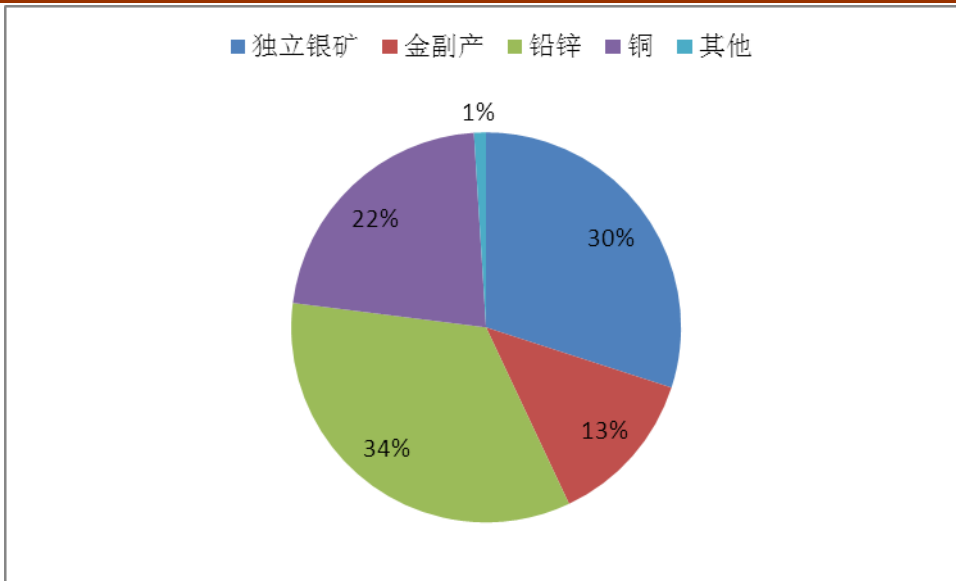
以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



伴生矿产量方面，2016 年前三季度，全球铜精矿产量 保持增长态势；尽管偶有罢工或事故造成的停产，但主要生产企业的产量增长积极拉动全球产量同比出现4.8%的增幅。涨幅最大的是秘鲁。2016年全球除中国以外的地区预计新建或者扩建铅精矿产能为3.6万吨，关闭产能9.5万吨，减产产能约10.0万吨，2016年合计净减少产能 15.9 万吨。根据国际铅锌研究小组最新公布的数据，2016 年1-7月，全球铅精矿产量为257.0万吨，同比减少8.3%，降幅较1-6月扩大。2016年1-7月份全球锌精矿产量为689.1万吨，同比下降10.2%，降幅较1-6月扩大了0.2个百分点。其中，产量下降比较明显的是澳大利亚、印度和爱尔兰，同比分别下降了50.5%、22%和 39.1%，澳大利亚产量降幅在上半年逐月扩大，至6月份已经减少超过一半，而印度的降幅近两月逐月收窄，也是受到Rampura Agucha矿山生产逐步改善的带动。此外，秘鲁、美国等国均呈现不同幅度的下降。整体来看，预计2016年全球铜精矿产量同比将增长4.9%，铅精矿产量同比增长1.3%，锌精矿产量同比下降5.1%。

图13: 全球矿产白银供给分类



数据来源：安泰科、金汇期货

2017年，预计来自白银供给减少的支撑仍将维持。全球来看，预计2017来自独立银矿的产出将保持稳定，铅锌副产将继续收缩，铜银副产将见顶，整体矿产白银将继续呈现收缩。回收银由于银价上涨已经有助于改善情绪，预计产量将有所回升。主要受铅锌矿的减产，预计整体白银供给将继续维持收缩。

## 2、需求

根据全球知名贵金属咨询公司 GFMS 统计，预期白银总需求从 2015 年的 11.7 亿盎司下降到 10.64 亿盎司。银币和银条销售预计减少 24%到今年的 22200 万盎司。银币估计在 12270 万盎司，比去年 13320 万盎司的记录下降 7.9%。由于中国和北美洲消费者信心疲弱，实物银条需求预计今年将收缩 38%至 9930 万盎司；然而欧洲的需求受英国脱欧和白银价格回升影响，提高 14%至 1450 万盎司。实物银条和银币的需求占 2016 年白银需求的 21%。

同时，白银的工业总需求预计将下降 1%至 58510 万盎司，占到 2016 年白银需求的 55%。许多工业部门预计今年白银用量有轻微下降，原因是各国挑战性经济背景和在各种电子应用中持续节约用量和小型化的趋势。然而一个亮点是光伏产业对银的需求，预计今年增加了 11%，创历史新高到 8330 万盎司，增长来自于全球，尤其是中国，安装太阳能设备的增加。太阳能将占今年工业总需求的 14%，相比 2015 年持平，但比 10 年前只占 1%大幅增长。

2016 年首饰制作预计将下降 8%至 20850 万盎司。可自由支配的开支减少、节约用量、较低

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

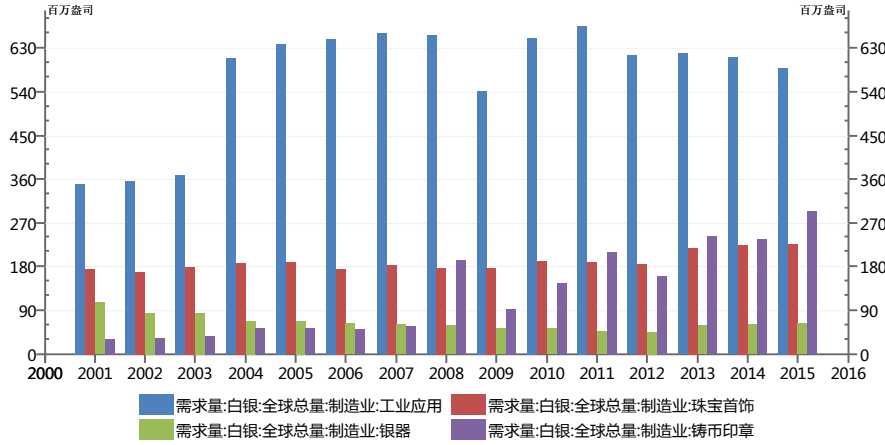
免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。





的经济增长和较高的银价都对整体下降有影响。然而，在中国，高纯度银手镯的需求一直在上升。规模较小的制造商和品牌专卖店之间的低端银饰的竞争加剧，降低了珠宝商的盈利能力，预计今年亚洲整体珠宝需求将收缩 10%。北美主要进口其银饰品，预计今年需求放缓，部分是因为首饰偏好趋势转向黄色首饰。北美国内制造首饰预计在 2890 万盎司，同比下降 6%。

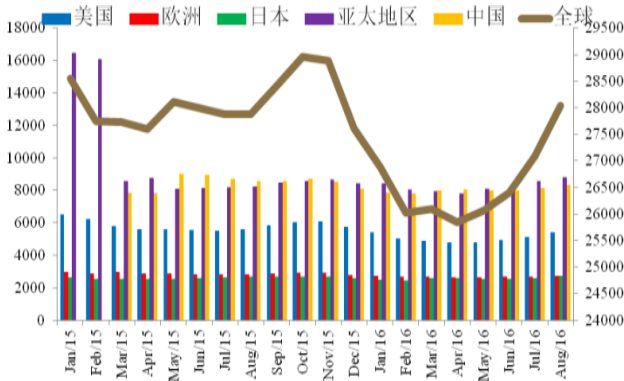
图14：全球白银分项需求数据



数据来源:Wind资讯

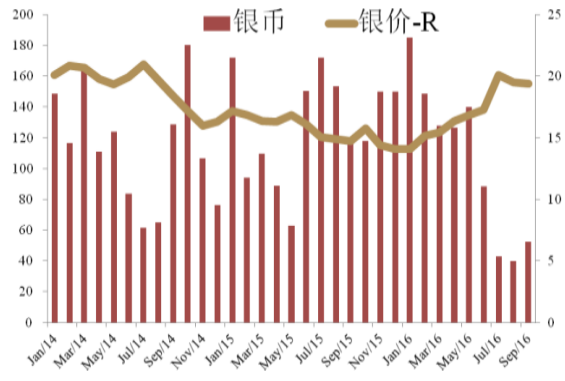
数据来源：WIND、金汇期货

图15：世界半导体行业销售额



数据来源：WSTS、金汇期货

图16：美国银币销售情况



投资需求方面，金融市场投资需求较去年明显增长。最大的白银ETFs产品SLV白银持有量在今年前三季度整体保持上涨趋势，9月底持有量刷新历史高点，达到11270吨，随后随着银价下跌，持有量有所回落，今年以来SLV白银净流入775吨左右。预计2017年，投资需求将成为白银需求最大变量，整体会将保持上升的趋势。

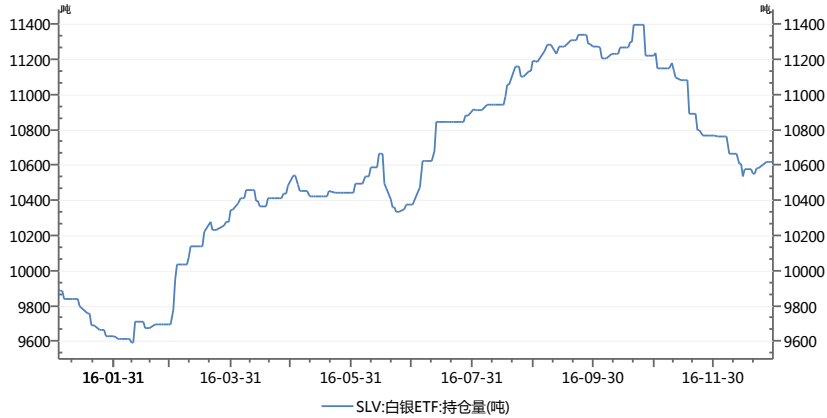
图17：SLV白银ETF持仓量

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明:本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体,但是来源与数据未经独立验证,严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此,金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼

网址www.szjqh.com



数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND、金汇期货

## 结论

美国经济持续稳步增长,加息节奏预计维持缓慢,新总统的财政刺激政策将成为影响加息的最大变数,美元指数偏强震荡。欧元区经济整体复苏,经济下行风险仍然存在,宽松政策预期维持,对于美元指数形成支撑。欧洲进入大选年,政治风险及银行业风险造成市场资金避险需求上升,利好贵金属价格。

供给方面,2017年白银整体矿产白银供给将继续呈现收缩;需求方面,银币银条及珠宝首饰类需求将维持疲软,工业需求有望上升,投资需求将保持增长。供需整体预计呈现紧平衡的态势。这样的基本面下,叠加人民币汇率持续贬值和国内期货市场游资投机行为加剧,白银或成为新的投机标的。

总体来看,预计2017年白银价格将呈现偏强震荡,下方支撑区间3500-3600元/千克,上方压力位5100-5200元/千克。



以上资料仅用作实际交易之参考,本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明:本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体,但是来源与数据未经独立验证,严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此,金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。