



智慧创造奇迹

一流的咨询, 卓越的服务  
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

夏莹莹

xiayingying@nawaa.com

0571-87830532

## 反弹≠反转

### 摘要

- 下半年贵金属市场核心料继续围绕美联储货币政策取向上, 随着美联储有望在三季度退出 QE, 升息将提上议程, 而短期支撑因素也将弱化, 贵金属在短暂反弹后料重归其下跌通道。操作上, 短线投资者可少量做多黄金, 止盈目标位 1350, 止损 1280。中期则可逢高沽空黄金, 入场点位 1350-1370 区域, 下方第一目标位 1180, 然后 1050, 止损 1400。
- 受伊拉克地缘政治影响, 贵金属在三季度初期可能呈现反弹行情。同时今年 7、8 月份出现厄尔尼诺气候的可能性超过 80%, 而农产品价格的走高, 则将助推通胀水平, 从而一定程度上支撑贵金属价格。
- 美联储货币政策仍将是下半年贵金属焦点。自 2007 年以来, 金价背后的根本驱动力其实就是实际利率, 特别是美国的实际利率水平。金价与美国五年期通货膨胀保值债券 (TIPS) 的负相关性十分显著。下半年实际利率上行料成为大趋势, 而相对应的黄金重心下移也将成为大概率时间。
- 受全球经济, 特别是发达国家经济的稳健复苏影响, 市场避险情绪的下降料打压下半年金币金块需求大幅回落, 但 ETF 的赎回空间料有限。而珠宝首饰需求因主要来自中印两国, 其对价格的需求弹性相对较小, 下半年需求仍有望缓慢增长, 但微弱增幅恐难以抵消投资需求的回落。
- 较黄金而言, 下半年白银有望相对强势。但由于近期的伊拉克局势将提升市场避险买需, 短期看, 白银的相对强势可能将受到一定阻碍。建议投资者可在三季度后期, 或者伊拉克局势得到缓解的情况下, 再空金多银。即按照等资金原则, 每做空 1 手上期所黄金 1412 合约, 相应做多 4 手上期所白银 1412 合约。

## 目录

第1章	行情回顾及策略跟踪 .....	3
1.1.	二季度走势回顾.....	3
1.2.	一季度季报中的策略跟踪及收益分析.....	4
第2章	下半年贵金属市场操作建议 .....	5
2.1.	下半年行情预测.....	5
2.2.	下半年策略建议.....	5
第3章	美联储货币政策仍是下半年贵金属焦点 .....	6
3.1.	央行货币政策不一，但美联储政策对贵金属影响起主导.....	6
3.1.1.	美联储货币政策转向 .....	6
3.1.2.	欧洲市场可能加推 QE .....	6
3.1.3.	日本市场继续维持当前宽松 .....	6
3.2.	实际利率走高料打压下半年贵金属重心下移.....	7
第4章	金币金块需求下滑料拖累下半年黄金总需求 .....	9
4.1.	避险需求总体下行，但短期受支撑 .....	9
4.1.1.	美国经济好转 .....	9
4.1.2.	华尔街恐慌指数处于低位 .....	10
4.1.3.	地缘政治危机此起彼伏，但对贵金属支撑短暂且有限 .....	11
4.2.	投资需求下滑料拖累下半年金价 .....	12
4.2.1.	金币金块需求料明显回落 .....	12
4.2.2.	基金持仓难有起色 .....	12
4.3.	珠宝首饰需求有望保持缓慢增长 .....	14
4.3.1.	中国需求稳健增长 .....	14
4.3.2.	贸易壁垒料难以明显改善印度需求 .....	14
第5章	黄金和白银对冲策略 .....	15
5.1.	策略建议.....	15
5.2.	黄金/白银历史比价走势回顾 .....	15
5.3.	白银和黄金的异同 .....	16
	南华期货分支机构 .....	21
	免责声明 .....	22

## 第1章 行情回顾及策略跟踪

### 1.1. 二季度走势回顾

截止6月13日的二季度，黄金和白银总体维持震荡。二季度的头两个月中，贵金属价格异常平静，波动率亦降至数年低位。直至5月底，黄金和白银向下突破三角形盘整区域。但贵金属下跌动能明显受到抑制，此后几个交易日的跌势逐渐放缓，并很快在6月5日探底回升。截止6月13日，COMEX黄金8月合约收报1276美元/盎司，较一季度末下跌8.5美元，跌幅0.66%，期间最高上探1331，最低下触1240。2013年二季度时金价则遭断崖式下跌，跌幅超过20%。COMEX白银7月合约6月13日收报19.66美元/盎司，当季下跌0.2美元，跌幅1%。2013年二季度的白银跌幅则超过30%。可见，在二季度，白银跌幅仍略深于黄金，这主要是因白银波动率大于黄金的特性，以及工业需求前景暗淡拖累。

二季度贵金属总体维持震荡。但乌克兰大选过后市场避险情绪的降温，最终重燃贵金属活力，并向下跌破。乌克兰局势反复，对贵金属避险需求的影响逐渐趋弱，在二季度前两个月，贵金属三角形盘整区间逐步缩窄。暴风雨终究在平静中爆发，5月25日的乌克兰总统大选过后，俄乌局势缓和，市场避险买盘撤出，贵金属形成向下突破。但空头好景并不长，6月5日，欧洲央行首推负利率等宽松货币政策、以及伊拉克局势升温，贵金属V型反转。当然，美联储货币政策动向，特别是升息问题，一直牵动着市场神经，但由于二季度美国公布的主要经济数据皆稳健向好，且美联储货币政策会议无新意，市场意外度较低，因此，二季度贵金属价格受此的影响亦微弱。

乌克兰大选“中间派”波罗申科胜出以后，俄罗斯对乌克兰问题的态度大幅软化，乌克兰、俄罗斯和欧盟三方已经回到谈判桌上。俄罗斯外长Lavrov甚至暗示，不反对乌克兰与欧盟建立更紧密经济关系。看起来，和平解决乌克兰危机已经出现了曙光。

于6月5日召开的欧洲央行议息会议，决定将基准利率由0.25%下调至0.15%，同时历史性地将存款利率由0%将到-0.1%，这使得欧洲央行成为全球主要央行中唯一一家执行存款负利率的央行。欧洲央行行长德拉吉在新闻发布会上表示，欧洲经济正在逐渐复苏，但仍面临下行风险；劳动力市场正进一步改善，失业率仍很高；未来数月内通胀率仍将维持低位，随后将逐渐回升；欧洲央行正在筹备购买资产担保证券（ABS）；基准利率将在较长一段时间内维持当前水平；如有必要，央行将进一步采取宽松措施；将支持银行放贷，实施长期再融资操作（LTROs）。

美联储则在维持两天的议息会议之后，于4月30日决定将每月资产购买规模进一步缩减100亿美元至450亿美元，一如市场预期。而其在会后发布的声明中指出，美国经济整体进一步改善，但失业率仍处于高位，楼市复苏仍缓慢，通胀则一直处于较长期目标以下，且长期通胀仍保持稳定。另外，会议纪要显示，委员会在决定开始撤走宽松政策时，将采取符合就业最大化和通胀2%较长期目标的均衡措施。委员会目前预期，即便在就业和通胀接近符合目标的水准，经济状况可能在一段时间内也需要美联储维持目标联邦基金利率低于委员会认为的较长期正常水准。总体来看，美联储4月底的议息会议并无新意，对贵金属市场影响亦微弱。

## 1.2. 一季度季报中的策略跟踪及收益分析

我们在贵金属一季度策略报告中，分别提出了做空黄金、区间做空白银的单边操作策略和空黄金多白银的对冲策略，下面我们逐一跟踪回顾各个策略。

从3月31日至6月20日，上期所黄金期货主力合约价格上涨1.75%，COMEX黄金期货主力合约价格上涨2.38%。COMEX黄金最低收盘价1243.6美元/盎司，若做空盈利3.2%，最高收盘价1326.9美元/盎司，若做空亏损3.3%。

也就是说二季度黄金价格走势较复杂，4月上旬的反弹受到乌克兰危机的影响；我们给出的第一支撑位1250美元/盎司是比较准确的，但随后进入6月份受欧洲央行宽松、美联储加息预期推后和伊拉克战争担忧影响，黄金持续上涨。我们对美国经济复苏的判断是比较准确的但过于重视该因素，因该因素已普遍被市场所知晓，在季度的时间周期中我们对短期担忧以及货币政策宽松的影响重视不够。

从3月31日至6月20日，上期所白银期货主力合约价格上涨3.49%，COMEX白银期货主力合约价格上涨5.39%。

我们对白银的判断在二季度的前两个月中非常准确，支撑位和压力位都非常接近实际走势，但进入6月份以后白银的大幅飙涨较意外，与黄金的分析理由基本相似。

我们的空黄金多白银的对冲策略，在统计期3月31日至6月20日是盈利的，但是实际上在前两个月下跌过程中，黄金比我们预计的更强势白银更弱势，进入6月份金银齐涨时白银更强势。这样看来，白银波动性更强是一般规律。

## 第2章 下半年贵金属市场操作建议

### 2.1. 下半年行情预测

受伊拉克地缘政治影响，贵金属在三季度初期可能呈现反弹行情。同时今年7、8月份出现厄尔尼诺气候的可能性超过80%，而农产品价格的走高，则将助推通胀水平，从而一定程度上支撑贵金属价格。但下半年核心料继续围绕美联储货币政策取向上，随着美联储有望在三季度退出QE，升息将提上议程，而短期支撑因素也将弱化，贵金属在短暂反弹后料重归其下跌通道。

### 2.2. 下半年策略建议

图 2.1: 黄金周线技术图分析



数据来源: 博弈大师, 南华研究

从黄金周线图上看, 近期黄金在强势反弹之后, 已经突破多条均线及布林中轨阻力, RSI 指标亦已经金叉向上, 短线反弹趋势有望延续, 但上方布林上轨以及下降压力线在 1370 附近形成多重强阻力, 冲高回落风险较大, 下方支撑在 1180 附近, 跌穿后则可进一步看空至前低 1050 附近。

操作上, 短线投资者可少量做多黄金, 止盈目标位 1350, 止损 1280。中期则可逢高沽空黄金, 入场点位 1350-1370 区域, 下方第一目标位 1180, 然后 1050, 止损 1400。

## 第3章 美联储货币政策仍是下半年贵金属焦点

### 3.1. 央行货币政策不一，但美联储政策对贵金属影响起主导

#### 3.1.1. 美联储货币政策转向

美联储于2014年1月份开始逐渐削减QE购债规模，并有望在今年三季度完全退出量化宽松货币政策。随着QE的结束，美联储争论焦点将转向升息问题。美联储收紧货币政策也将成为必然趋势。特别是在美联储庞大的资产负债表下，鹰派力量可能会加速美联储升息进程。总的来说，美联储的货币政策倾向，将从结束宽松到收紧货币政策过度。

根据美联储6月份货币政策会议声明，美联储小幅上调2015和2016年短期利率预期，同时小幅下调了中长期利率预期。美联储官员平均预计明年底基准的联邦基金利率触及1.2%，后年底触及2.5%；3月份时官员平均预期分别是1.125%和2.4%。从中长期看，美联储预计联邦基金利率将维持在低于正常水平的3.75%，而此前预期为4%。美联储短期利率预期的上调，预示短期升息时间或提前，但随后的进一步加息过程可能缓慢。

#### 3.1.2. 欧洲市场可能加推QE

由于欧洲经济复苏缓慢，特别是存在潜在通缩风险，极可能损及欧洲薄弱的经济复苏动能，因此欧洲央行存在客观动力实施宽松货币政策，以抑制欧元的升值，从而寄希望欧元区通缩风险得到改善。

6月5日晚间，欧洲央行公布6月利率决定，将主要再融资利率下调10个基点至0.15%，前值为0.25%。同时，下调边际贷款利率至0.40%；下调隔夜存款利率至-0.10%。不仅如此，欧洲央行行长马里奥·德拉吉在其后的发布会上，更是释放出“重磅炸弹”，将终止证券市场计划(SMP)冲销操作、准备实施量化宽松(QE)以及推出新一轮长期再融资计划(LTRO)。

我们认为，降息至负利率仅仅是欧洲放宽货币政策的开始，下半年或推出QE政策，来缓解通缩风险及LTRO到期压力。

尽管欧洲货币政策有望往更宽松的方向演变，但由于市场投资力量主要集中在美国市场，同时欧洲的宽松将助推美元的升值预期，因此对金价的影响具有两面性。综合来看，尽管下半年欧洲市场有望加推QE，但其对贵金属市场的支撑料有限。

#### 3.1.3. 日本市场继续维持当前宽松

6月13日召开的日本央行货币政策会议，决定继续推行去年4月推出的大规模货币宽松政策，即每年60-70万亿日元规模扩大基础货币。维持这一政策的主要原因是近期物价走势坚挺，今年4月消费税率上调对经济的影响也未超出预期。央行对国内经济现状的评估仍为“温和复苏”，连续9个月维持不变。

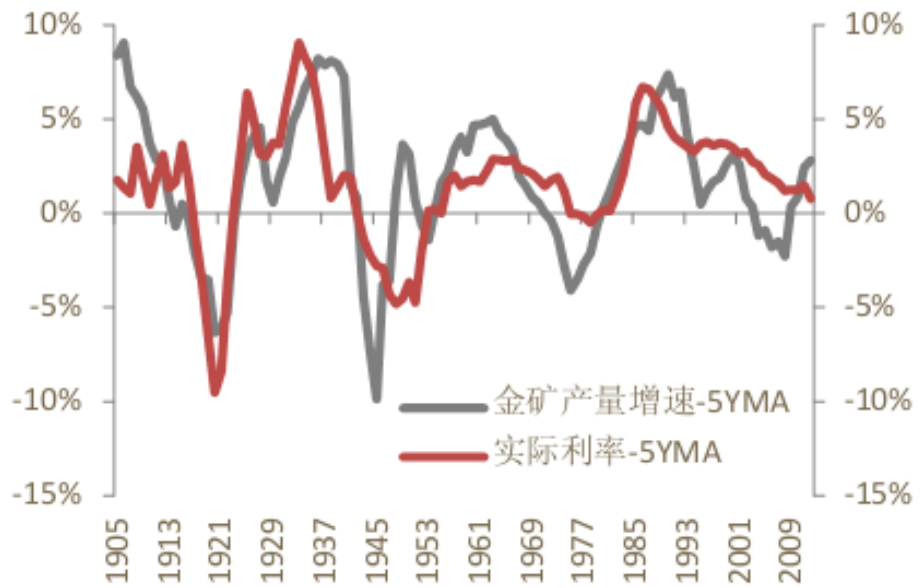
日本央行在本次货币政策会议上表示，虽然面临消费税增税前的临时需求的反向作

用,但在就业改善等背景作用下,日本国内经济并未面临下行的压力。在海外经济方面,日本央行预测以就业环境好转的美国为首,发达国家将拉动世界经济增长,其将海外经济的评估由此前的“逐步复苏”修改为“在一部分地区虽然仍较缓慢,但以发达国家为中心正在复苏”。

### 3.2. 实际利率走高料打压下半年贵金属重心下移

自2007年以来,金价背后的根本驱动力其实就是实际利率,特别是美国的实际利率,即扣除通胀后的名义利率水平。从供需角度来看,实际利率一方面影响生产商供给,另一方面则影响到投资需求。实际利率决定了未来产金收入的折现率,这表明较高的实际利率将导致相同产量折现后的产值较低,从而刺激矿工加大当期开采力度与产量。但由于黄金供给周期长达约30年,且波动缓慢,因此实际利率对黄金价格的敏感性影响主要通过投资需求来实现。作为一种资产,黄金的投资需求将取决于相对资产,换言之,金价主要受无风险利率和风险溢价的影响。无风险利率通常可以依据诸如美国国债收益率等指标,风险溢价则反映市场整体风险偏好。市场风险偏好主要针对经济、政策及政治等因素。

图 3.1: 实际利率决定矿产金供给



数据来源: 方正证券, 南华研究

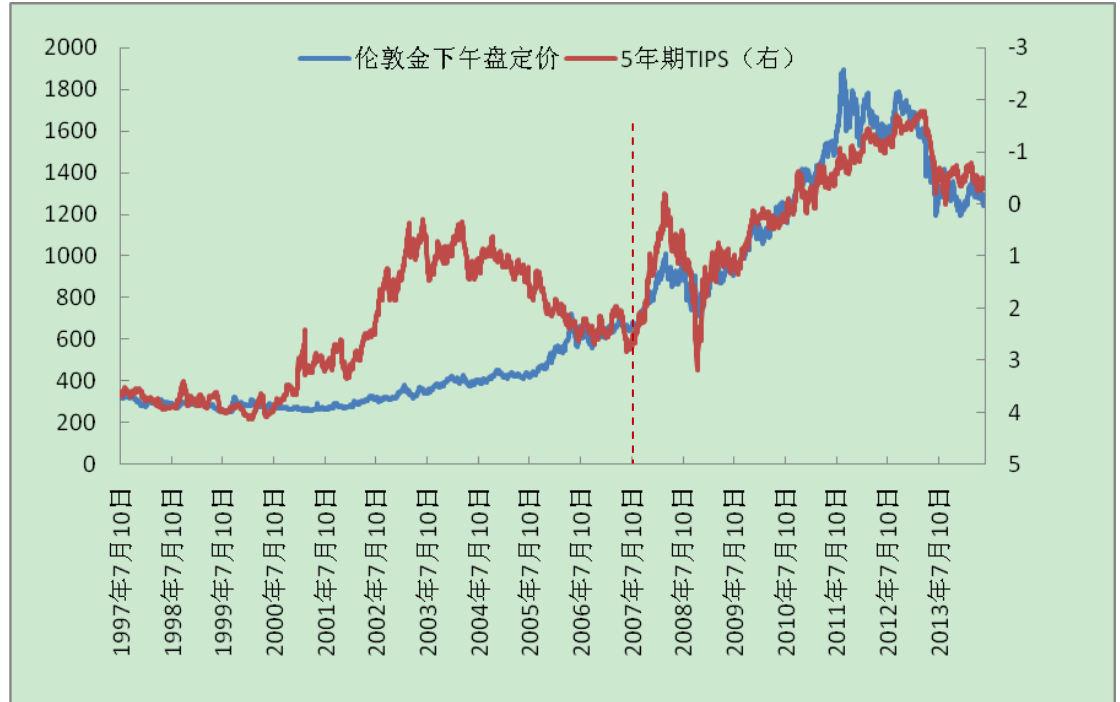
当实际利率走高时,持有黄金的机会成本也将增加。同时,高利率提振美元货币的需求量,美元也将受益走高,而短周期看,美元往往与金价负相关。因此,黄金价格依赖于偏低或负的实际利率,而实际利率在本质上是通货膨胀的副产品。当实际利率偏低时,黄金价格能够或者将会上升;当实际利率上升时,黄金自然会很快下跌。

美国通货膨胀保值债券(TIPS)于1997年问世,并成为金融市场上一个重要的里程碑,TIPS第一次让世人可以清楚的看到市场最新的真实利率情况。而在此之前,分析师们都通过各种其他数据来间接推断市场真实收益率,比如通过美国长期国债收益率与

通货膨胀之差等。真实收益率是分析师们研究经济未来增长和通胀水平的重要工具。

TIPS 是一种无风险、抗通胀的债券，并且也是唯一政府担保的同时反映真实收益率的债券，所以中短期的 TIPS 收益率可以用来指示市场对避险资产的渴望情绪。黄金作为传统避险资产的代表，其价格走势与 TIPS 负相关性极高。

图 3.2: 07 年以来，金价与美国 5 年期通货膨胀保值债券收益率高度负相关



数据来源: Bloomberg,南华研究

2007 年以来，金价与美国五年期通货膨胀保值债券 (TIPS)的负相关性十分显著，即图中所示的同涨同跌现象。真实利率其实就是消除通胀后的名义利率。随着美国一系列宽松货币政策的实施，诸如低利率政策以及非常规的 QE 政策，美国目前的经济及就业市场已经显现出稳健复苏迹象，因此美联储货币政策常态化将是必经之路。同时，美国庞大的资产负债表“瘦身”也将提上议程，这亦将缩减市场货币供应量。综合来看，美国名义利率的上行将成为必然选择。

美联储在 6 月份货币政策会议上，小幅上调 2015 和 2016 年短期利率预期，同时小幅下调了中长期利率预期。美联储官员平均预计明年底基准的联邦基金利率触及 1.2%，后年底触及 2.5%；3 月份时官员平均预期分别是 1.125%和 2.4%。从中长期看，美联储预计联邦基金利率将维持在低于正常水平的 3.75%，而此前预期为 4%。美联储短期利率预期的上调，预示短期升息时间或提前，但随后的进一步加息过程可能缓慢。

通胀方面，美国的通胀率虽在 5 月份有所回升，但美联储对 5 月份的通胀水平仍乐观，且对后期通胀预期仍良好。而随着美国货币政策趋向常态化，通胀也将受到一定抑制。目前看，下半年的通胀料仍较温和，即使通胀出现上抬倾向，美联储也采取加息政策来控制通胀维持在通胀目标附近。这也就是，下半年实际利率上行料成为大趋势，而相对应的黄金重心下移也将成为大概率时间。



## 第4章 金币金块需求下滑料拖累下半年黄金总需求

黄金供应量对价格的敏感度较低且反应周期较长，因此其每年的供应波动相对微弱，反过来供应量对金价的影响亦甚微。相比之下，黄金需求价格弹性则较强，特别是投资需求方面。

2013年二季度的金价暴跌触发大量实物买盘支撑，但随着13年下半年以及今年上半年金价重心的继续下移，实物买盘中的金币金块需求明显受到抑制，尽管珠宝首饰需求仍缓慢增长。相比之下，基金持仓在2013年大幅减持后，进一步的赎回的意愿已经明显下降，且赎回空间已经大幅缩窄。综合来看，受全球经济，特别是发达国家经济的稳健复苏影响，市场避险情绪的下降料打压下半年金币金块需求大幅回落，但ETF的赎回空间有限。而珠宝首饰需求因主要来自中印两国，其对价格的需求弹性相对较小，下半年需求仍有望缓慢增长，但微弱增幅恐难以支撑金价。

表 4.1: 黄金供需平衡表

	2012	2013	Q2'12	Q3'12	Q4'12	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q1'14较Q1'13增幅(%)
<b>供给</b>											
矿产金产出	2860.9	3022.1	706.7	743.9	743.9	681.3	729.7	796.3	814.8	720.5	6
生产商对冲	-39.7	-48.1	-8	1.3	-31.7	-10.6	-15.1	-5.9	-16.5	6	-
矿产金总供给	2821.2	2974	698.7	745.2	712.2	670.7	714.6	790.4	798.3	726.5	8
回收金	1633.7	1280	399.8	443.7	390.7	368.6	262.1	341.8	307.4	322	-13
<b>总供给</b>	4454.9	4254	1098.5	1188.9	1102.9	1039.3	976.7	1132.2	1105.7	1048.5	1
<b>需求</b>											
<b>制造业</b>											
珠宝首饰	1998	2361.2	460.3	508.4	508.1	542.8	726.8	565.1	526.5	574.5	6
科技工业	415.4	408.6	104.9	104.4	98.2	103.5	103.7	103	98.3	99	-4
制造业总需求	2413.4	2769.8	565.2	612.8	606.3	646.3	830.5	668.1	624.8	673.5	4
金币金块	1358.2	1780.6	305	311.9	384.4	464.7	630.3	312.2	373.5	282.5	-39
ETF及相似产品	279.1	-879.8	0	137.8	88.1	-176.5	-402.2	-120.2	-180.8	-0.2	-
央行净购买	544.1	409.3	163.5	112.3	150.4	130.8	92.1	101.5	85	122.4	-6
黄金需求	4594.8	4079.9	1033.7	1174.8	1229.2	1065.3	1150.7	961.6	902.5	1078.2	1
OTC投资	-139.8	174	64.8	14	-126.4	-25.9	-173.9	170.7	203.2	-29.7	-
<b>总需求</b>	4455	4253.9	1098.5	1188.8	1102.8	1039.4	976.8	1132.3	1105.7	1048.5	1
伦敦金下午盘定价	1699	1411.2	1609.5	1652	1721.8	1631.8	1414.8	1326.3	1276.2	1293.1	-21

数据来源: WGC,南华研究

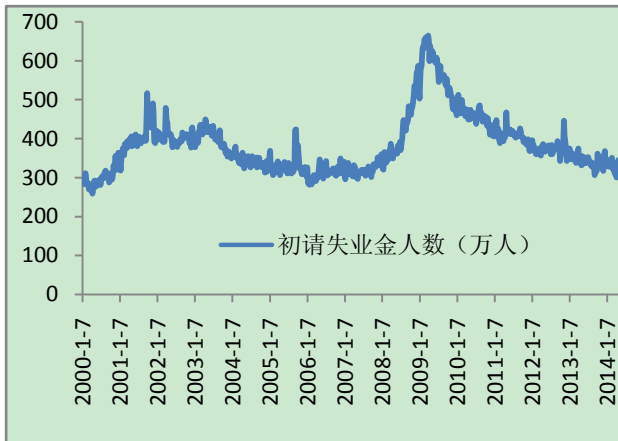
### 4.1. 避险需求总体下行，但短期受支撑

#### 4.1.1. 美国经济好转

在美联储自2009年年初以后，连续推出四轮QE，以及低利率政策之后，美国经济已经显现出持续好转迹象。尽管今年一季度时，受到美国恶劣天气影响，经济复苏进程受到一定冲击。但进入二季度之后，各项经济数据明显改善，包括劳动力市场中的就业数据、反映经济复苏程度的工业产出、制造业等数据，皆显示出美国经济复苏的稳

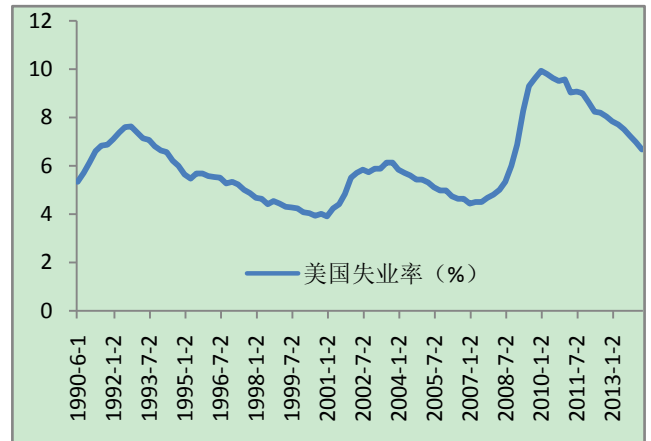
健动能。相比之下，欧美经济复苏的差异化，也导致欧美货币政策取向的截然不同，美元的强势预期也对贵金属价格前景造成打压。

图 4.1: 美国初请失业金人数持续下滑



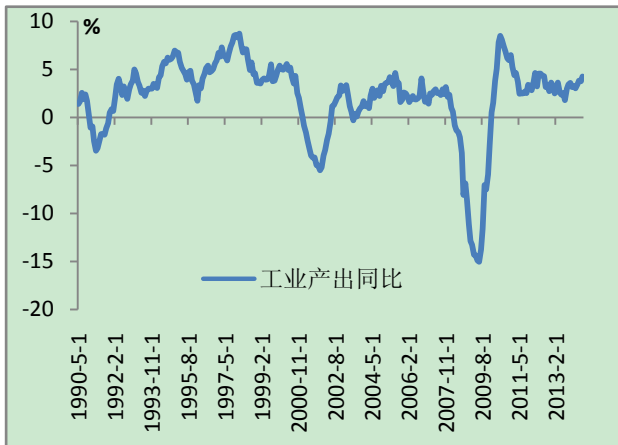
数据来源: Bloomberg,南华研究

图 4.2.美国失业率亦明显改善



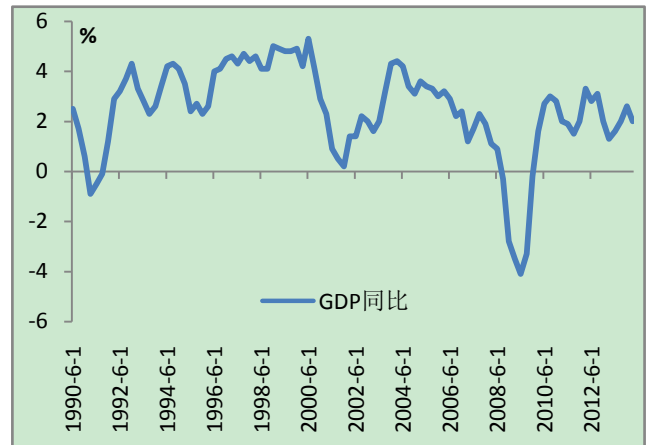
数据来源: Bloomberg,南华研究

图 4.3: 美国工业产出增幅稳健



数据来源: Bloomberg,南华研究

图 4.4: 美国 GDP 增幅亦保持稳定



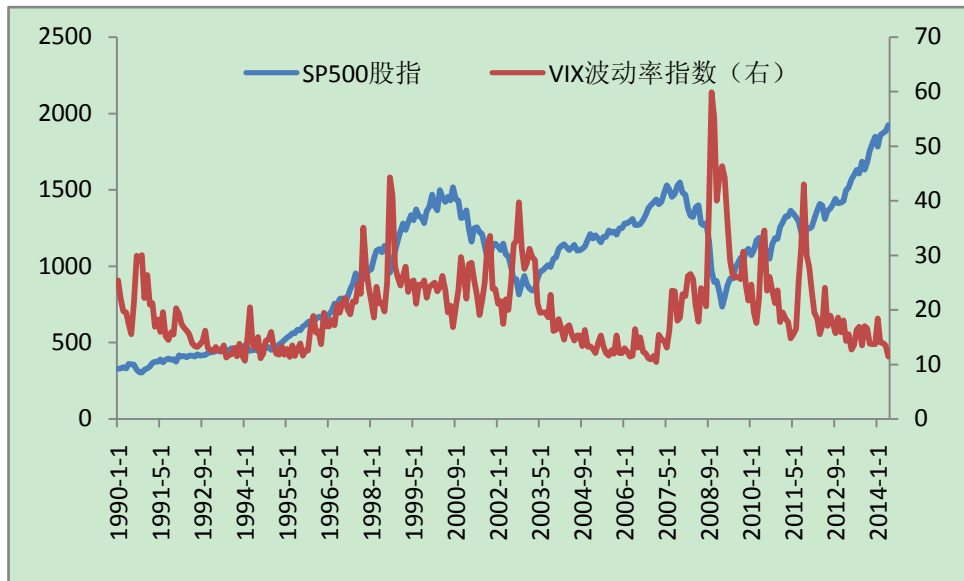
数据来源: Bloomberg,南华研究

#### 4.1.2. 华尔街恐慌指数处于低位

VIX 是根据标普 500 期指价格的短期内市场波动性预期。自金融危机后美联储向金融系统注资，美国经济稳健复苏以来，该指数就不断下降。

一般来说，恐慌指数和标普 500 指数的走势相反，恐慌指数下降时，标普 500 指数就会上升。目前 VIX 恐慌指数已跌至七年新低，推动美股创下历史新高，同时也反映出市场内充满着洋洋自得的乐观情绪。

图 4.5: VIX 指数降至低位，且与 SP500 指数负相关



数据来源：Bloomberg,南华研究

VIX 指数下降至 7 年低位，也反映出金融市场的风险已经降至极低水平。而对于后期 VIX 指数走势，市场有两种观点：其一是目前 VIX 指数虽处于低位，但仍不是最低水平，进一步下跌仍有可能；另一重观点则基于低位反弹倾向。无论 VIX 指标短期是向上还是向下，我们认为在下半年，恐慌指数 VIX 指数总体仍将处于较低水平，这将抑制贵金属市场避险买需。

#### 4.1.3. 地缘政治危机此起彼伏，但对贵金属支撑短暂且有限

##### 4.1.3.1. 乌克兰因素支撑逐渐淡出

当地时间 2014 年 5 月 25 日，乌克兰基辅，乌克兰总统候选人波罗申科出席新闻发布会，他笑容满面，宣布自己在乌克兰总统选举中获胜。据悉，乌克兰大选投票站民调显示，被称为“巧克力大王”的乌克兰巨富、发展改革党候选人波罗申科在总统大选中击败包括前任总理季莫申科在内的多名竞争对手获胜，波罗申科第一轮得票超过 55%，远远超过其他竞选对手。

波罗申科上台解决了乌克兰新政权的合法性问题。此前，临时政府的合法性饱受质疑，其政策的推行面临重重阻力，新总统所采取的稳定国内局势的举措将会得到议会及民众的支持，效果自然会更为明显，一定程度上可扭转此前政策混乱、群龙无首的局面。

同时，俄罗斯近来立场的变化也使乌克兰危机的解决出现了“曙光”。6 月 6 日，在纪念诺曼底登陆 70 周年的活动中，普京与波罗申科会谈了 15 分钟，双方就解决乌克兰危机“达成了重要共识”，包括俄将派代表赴乌磋商危机的解决途径，俄乌各自采取缓和局势的步骤等。从近期普京及俄罗斯高层的一系列表态看，俄罗斯对波罗申科持接受的态度，认为新总统的当选有利于缓和危机和改善俄乌关系。

从行情演绎上，我们看到其实在乌克兰大选之前，贵金属市场的走势已经趋向平静，这与今年 3 月份时乌克兰紧张局势推动金价上冲 1400 的行情形成反差，这表明市场对乌克兰局势的免疫力已经增强。直至大选结束后，随着风险事件靴子落地，避险买盘开始出清，贵金属向下突破，金价亦回归至 1 月底乌克兰局势爆发前附近。

我们相信，乌克兰最恶劣的时期已经过去，接下来的乌克兰局势只会往好的方向演变。同时前期因乌克兰紧张局势而建立的避险多单，已经逐渐出清。因此，后期乌克兰局势对贵金属市场的影响已经大幅削弱。下半年的市场焦点也将从乌克兰中淡出。

#### 4.3.1.2. 伊拉克动乱对贵金属影响有限

乌克兰局势好转后，伊拉克动乱成为新的焦点。6月10日，基地组织占领伊拉克第二大城市摩苏尔，致使50万当地民众逃离。6月11日，基地组织武装势力攻占萨达姆家乡提克里特，其距离伊拉克首都巴格达仅130公里。

目前，美国部队撤离伊拉克已有三年时间。近日，伊拉克中部和北部的暴力事件迅速升级，增加了伊拉克内战的风险。伊拉克总理马利基领导的什叶派政府目前正竭力控制逊尼派居住的地区，不过，在北部与基地组织分支武装人员的交火中，政府军溃不成军，几乎没有任何抵抗。

引两名美国官员的话称，伊拉克政府上个月曾请求美国对伊拉克西部的基地组织武装训练营地进行空袭，但美国尚未作出回应。

伊拉克局势的升级，助推6月5日贵金属反弹行情得以延续。但根据历史动乱的经验来看，贵金属在危机爆发前往往受益于避险买盘支撑而上行，但一旦危机爆发，则贵金属将全盘会吐涨幅。因此，我们相信，伊拉克局势对贵金属带来的避险支撑也将是短周期的，而且对中长期贵金属价格的影响力接近为0。

## 4.2. 投资需求下滑料拖累下半年金价

### 4.2.1. 金币金块需求料明显回落

贵金属的投资需求主要包括ETF基金需求以及金币金块需求两部分。与去年同期相比，今年上半年的贵金属投资需求总体料维持平稳，因金币金块需求的下滑部分，料与ETF基金从去年的供应方向今年维持平稳的部分相抵。

受去年二季度金价断崖式下跌影响，中国及其他新兴国家的实物需求井喷，“中国大妈”一举在华尔街成名。但由于之后的金价进一步回落，这些买盘力量纷纷被套，并且因消费的提前释放，今年上半年的金币金块需求明显回落。据世界黄金协会公布的数据显示，今年一季度全球金币金块需求较去年同期骤减39%。尽管二季度数据尚未公布，但是毋庸置疑的是，受去年二季度金币金块需求基数高位影响，今年二季度的金币金块需求跌幅将超过一季度。而今年金币金块投资需求的下滑，料取代ETF基金，成为今年上半年黄金需求下降的最主要原因。

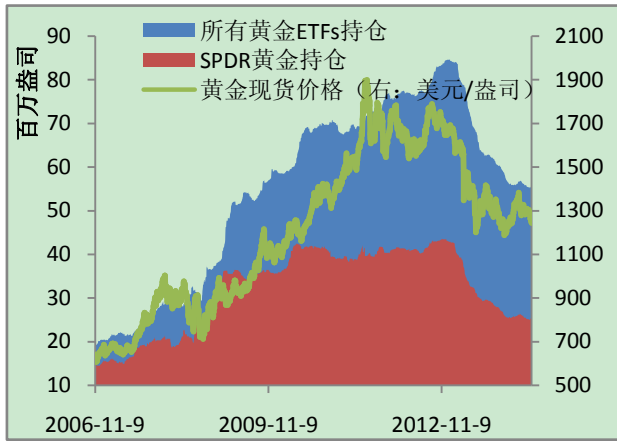
随着投资者对金币金块的消费趋向理性，三季度金币金块需求可能降至年内低点，四季度则有望受到印度及中国节假日买需影响稍稍反弹。综合来看，今年下半年的金币金块需求总体料低于去年同期。

### 4.2.2. 基金持仓难有起色

黄金作为一种投资品，其投资需求取决于黄金的相对投资回报率。这也就是说，当其投资替代品收益率较高时，黄金的投资需求将下降，反之则亦然。目前市场上的其他类投资产品主要包括国债、股票以及房地产市场等。其中投资类需求又以美国市场占主

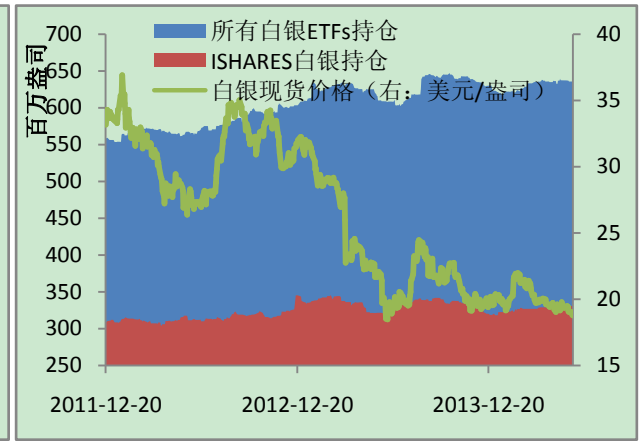
导，其中以 SPDR 黄金上市交易基金，以及 ISHARES 白银上市交易基金为代表。

图 4.6: 黄金 ETF 持仓与金价相关性较强



数据来源: Bloomberg,南华研究

图 4.7: 白银 ETF 持仓变化不与银价同步



数据来源: Bloomberg,南华研究

表 4.2: 黄金和白银 ETF 持仓变动

	Q2' 14 vs.Q1' 14	H1' 14 vs.H2' 13	Q2' 14 vs.Q2' 13
	比例	比例	比例
所有黄金 ETFs 持仓	-2.36%	-2.55%	-19.62%
SPDR 黄金持仓	-3.20%	-1.40%	-21.90%
黄金现货价格 (美元/盎司)	-2.40%	4.29%	-11.37%
所有白银 ETFs 持仓	0.36%	2.47%	4.89%
ISHARES 白银持仓	1.39%	3.98%	3.67%
白银现货价格 (美元/盎司)	-3.78%	-2.28%	-16.01%

数据来源: Bloomberg,南华研究

从基金持仓来看，自 2013 年来，黄金和白银出现明显分化，其中黄金 ETF 持仓呈下滑态势，但白银 ETF 持仓则不降反增，尽管增幅微弱。然后，金银价走势则与基金持仓形成鲜明反差，近 1 年半来，白银走势明显弱于黄金，跌幅较黄金更大。截止 6 月 6 日以来的二季度，所有黄金 ETFs 持仓较一季度时减少 2.36%，所有白银 ETF 基金持仓则微增 0.36%。然而，期间金价微跌 2.4%，银价则下跌 3.78%。究其原因，一方面因白银盘子小波动率大，导致银价在下跌过程中，跌幅较黄金深；另一方面，则与金银市场参与主体差异性有关，黄金市场参与者多以机构为主，而白银市场参与者则以散户为主。在上表中，我们也可以显而易见地看到，黄金基金持仓对价格灵敏度明显高于白银。因此，较白银 ETF 而言，黄金 ETF 持仓变动对贵金属价格预期有一定指导意义。

从全球最大黄金上市交易基金 SPDR 黄金 ETF 持仓的历史变化曲线来看，黄金减持力度明显放缓，斜率已经接近 0。这预示黄金 ETF 减持将进一步放缓，金价因 ETF 抛售引发的下跌料难以出现。虽然 ETF 可能不在大举抛售，但大幅增持现象，料仍难以在下半年显现。因美国股市及债市表现依然强劲。

美国股市在金融危机过后的 2009 年 3 月见底，随后经历了逾 5 年的超级大牛市，目前标普 500 以及道琼斯指数皆已经刷新历史新高，而标普 500 的波动率指标 VIX (恐

慌指数)则降至极低水平。从VIX指数历次见顶的历史来看,VIX的见底多为圆弧形底部,因此我们相信,下半年的美股仍有望继续维持在高位运行,这料抑制对贵金属的投资需求。

债市来看,美联储明年开始升息的预期已经获得市场的认同,且随着美联储开启升息之门,美国国债收益率上行也将是必然趋势,亦即美债价格下跌。而美债价格下挫则表明美债收益率的上行,从而利淡贵金属投资需求。

### 4.3. 珠宝首饰需求有望保持缓慢增长

#### 4.3.1. 中国需求稳健增长

随着中国城镇化进程的加快,以及人均可支配收入的增长,消费者在黄金消费中的比重有所提升,且消费群体亦扩大。这将促使中国珠宝首饰需求呈现稳健增长态势。特别是在节假及结婚旺季,珠宝首饰需求明显回升。同时,80年代是中国生育高峰期,而近几年亦是80年代出生的结婚旺季年龄,这对贵金属珠宝首饰需求提供强劲支撑。尽管,去年贵金属价格的暴跌,引发部分消费需求提前,但是相对于金币金块而言,珠宝首饰需求更接近消费品,随着时间的推移,人们对其的需求只增不减,而提前消费因素对后期需求的影响也逐渐递减。从世界黄金协会公布的2013年至今的各季度珠宝首饰消费数据来看,如撇开去年二季度的特殊行情,中国珠宝首饰需求仍是在稳健增长的。

#### 4.3.2. 贸易壁垒料难以明显改善印度需求

影响印度珠宝首饰需求的主要因素,包括农民收入以及贵金属价格两方面。受可能发生的厄尔尼诺天气影响,印度农民可能将被迫面临减产危难,而印度农民的黄金消费需求占印度总需求的60%。但减产的同时,印度农产品价格有望走高,这部分抵消减产对印度农民收入下降的影响。综合来看,厄尔尼诺天气对印度贵金属需求的影响料有限。

随着5月16日印度最大反对党人民党领袖而又是亲“金”派的莫迪赢得印度总理一职位,市场纷纷看多印度后市黄金需求。莫迪曾提出过可能会放松对黄金的进口限制,以应对大规模走私。并且,印度财政部一位高管在6月4日称,可能会把黄金进口税从目前的历史高位下调2-4%,而这会成为新任财政部长Arun Jaitley今年7月政府预算案中的一部分。该预期使得近期印度国内市场在金价下跌的背景下,需求依然低迷,因市场等待进口关税的下调。但综合来看,由于印度目前的黄金走私猖獗,因此即使印度黄金进口关税最终取消,印度黄金总需求量可能并不会显著增长,印度国内需求仅仅只是从地下回归到地面。

## 第5章 黄金和白银对冲策略

### 5.1. 策略建议

自4月末5月初以来，黄金/白银比价从90年至今均值附近的冲高回落，也突显比价下行压力。比价的下行压力则显现出白银相较黄金走强的趋势。

美国市场上金币银币销售的分化，亦暗示白银需求、或者价格预期较黄金相对强劲。

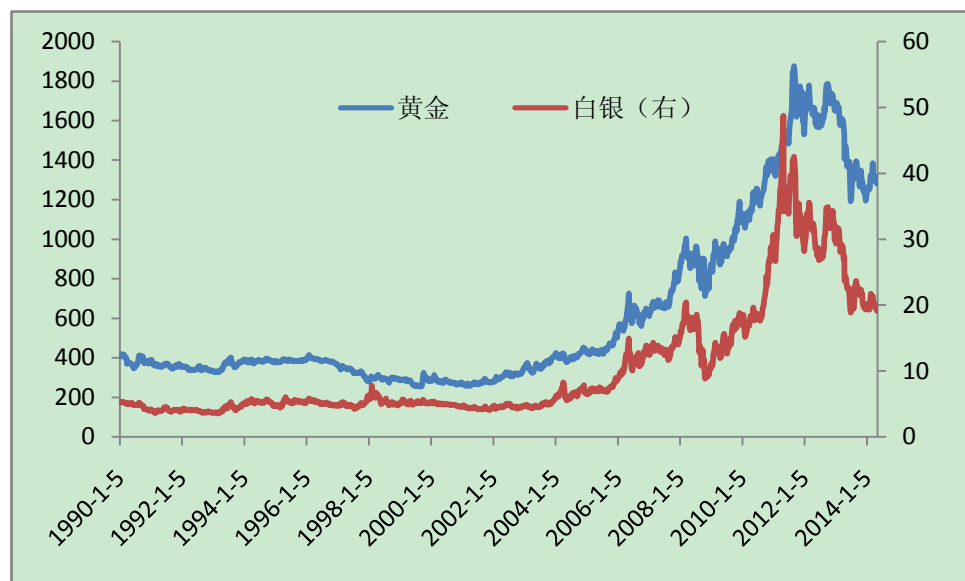
美联储货币政策转向，而全球经济复苏仍处于正常轨道中，预示贵金属金融属性将衰退，并弱于工业属性，从助推白银走势有望强于黄金。

在多重因素累积影响下，我们认为，下半年白银走势有望强于黄金。但由于近期的伊拉克局势将提升市场避险买需，短期看，白银的相对强势可能将受到一定阻碍。建议投资者可在三季度后期，或者伊拉克局势得到缓解的情况下，再进行黄金和白银的对冲。即按照等资金原则，每做空1手上期所黄金1412合约，相应做多4手上期所白银1412合约。

### 5.2. 黄金/白银历史比价走势回顾

黄金和白银同为贵金属，走势具有较强的趋同性。从历史走势来看，金价和银价就表现出这种同涨跌的大趋势。

图 5.1: 1990 年至今的黄金和白银走势图



数据来源：Bloomberg，南华研究

虽然金银涨跌的大节奏相似，但具体的涨跌启动时间、持续时间以及涨跌的幅度则不尽相同，这导致黄金和白银的比价在过去几十年中，呈现出明显的波动特征。

图 5.2: 1990 年至今的黄金/白银比价走势图



数据来源：Bloomberg，南华研究

自1990年以来，黄金/白银比价波动区间在30-100之间，波动区间极其宽泛。比价均值则为65。自2011年4月以来，黄金/白银比价总体呈现上涨趋势，该轮比价的上涨，伴随着黄金、白银的同时下跌，但在下跌过程中，白银的跌势较黄金更为猛烈，因此比价出现上升态势。今年4月底5月初时，黄金/白银比价突破67，随后稍稍回落。截止6月18日，该比价为64.3。逾1个月的比价下行趋势，已经反映出，白银相较黄金而言正在逐渐走强。

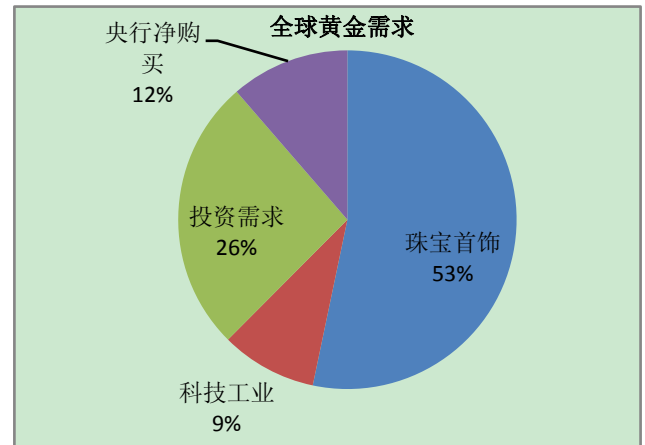
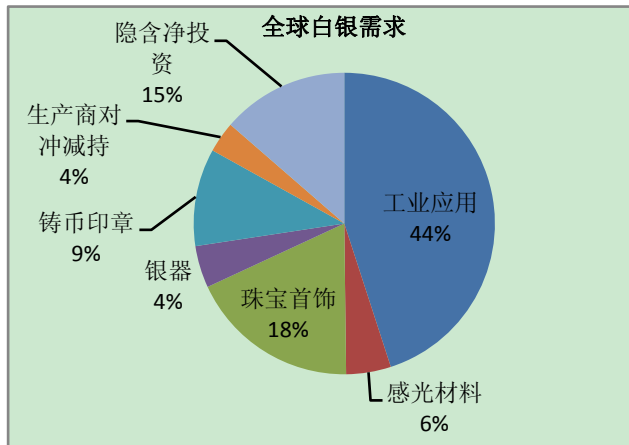
### 5.3. 白银和黄金的异同

因兼备金融属性，且货币政策较经济周期更具灵活可调性，黄金和白银历史走势具有明显的一致性。白银与黄金的差异化，主要体现在三个方面，其一就是白银对经济敏感度更强，因白银工业需求占总需求约一半，而黄金仅占10%左右。其二，从供应角度看，矿产银产量除了来自银矿以外，很大部分是来自铜铅锌等伴生矿中，因此其价格亦受到基本金属价格的影响。其三，参与群体存在较大差异性。白银盘面相对较小，投资者多以中小散户为主，因此投机性更强，波动率亦更大；而黄金参与群体则多以机构为主，市场规模较大，波动率亦相对较低。

图 5.3：白银工业需求占近半（2013 年数据）

图 5.4：黄金工业需占比仅 9%（2013 年数据）





数据来源：Bloomberg，南华研究

数据来源：Bloomberg，南华研究

表 5.1：白银供需平衡表

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>供给</b>										
矿产银产出	613.6	639.7	642.7	666.1	683.1	713.8	750.6	754.6	792.3	819.6
政府净出售	61.9	65.9	78.5	42.5	30.5	15.6	44.2	12	7.4	7.9
回收银	198.6	202.5	206	202.9	200.7	199.7	225.5	258.7	252.6	191.8
生产商对冲	-2	45.9	-11.6	-24.1	-8.7	-17.4	50.4	12.2	-47	-41.3
<b>总供给</b>	<b>872</b>	<b>954.1</b>	<b>915.6</b>	<b>887.3</b>	<b>905.7</b>	<b>911.7</b>	<b>1,070.70</b>	<b>1,037.60</b>	<b>1,005.30</b>	<b>978.1</b>
<b>需求</b>										
珠宝首饰	187.1	187.9	176	183.2	178.2	177.3	190.6	183.4	181.4	198.8
银币银块	53	51.5	48.7	51.2	187.7	87.9	146.1	212.6	139.3	245.6
银制品	68.1	69.4	63.2	61.3	59.5	54.2	52.6	48.1	44.6	50
工业应用	608.9	637.1	645.2	656.7	651.3	540.2	643.2	624.8	589.1	586.6
电子电器	191.8	211.1	223.1	239.8	245.5	203.1	272.6	260.6	237	233.9
焊接	48.9	52.4	54.4	58.1	61.3	53.3	60.6	62.4	60.3	62.4
感光材料	178.8	160.3	142.2	117	100.2	78.4	68.8	61.7	54.4	50.4
其他工业应用	189.4	213.2	225.4	241.9	244.4	205.4	241.2	240	237.4	240
<b>实物需求</b>	<b>917.1</b>	<b>945.9</b>	<b>933.1</b>	<b>952.3</b>	<b>1,076.70</b>	<b>859.5</b>	<b>1,032.60</b>	<b>1,068.90</b>	<b>954.4</b>	<b>1,081.10</b>
<b>供需缺口</b>	<b>-45.1</b>	<b>8.2</b>	<b>-17.5</b>	<b>-65</b>	<b>-171</b>	<b>52.2</b>	<b>38.1</b>	<b>-31.3</b>	<b>51</b>	<b>-103</b>
ETF净买入	0	0	157.8	54.8	101.3	153.8	132.6	-24	55.1	1.6
库存增量	-20.3	15.9	-9	21.5	-7.1	-15.3	-7.4	12.2	62.2	8.8
<b>总供需缺口</b>	<b>-24.8</b>	<b>-7.7</b>	<b>-166.3</b>	<b>-141.3</b>	<b>-265.2</b>	<b>-86.3</b>	<b>-87.1</b>	<b>-19.4</b>	<b>-66.3</b>	<b>-113.3</b>
伦敦银均价	6.658	7.312	11.549	13.384	14.989	14.674	20.193	35.119	31.15	23.79

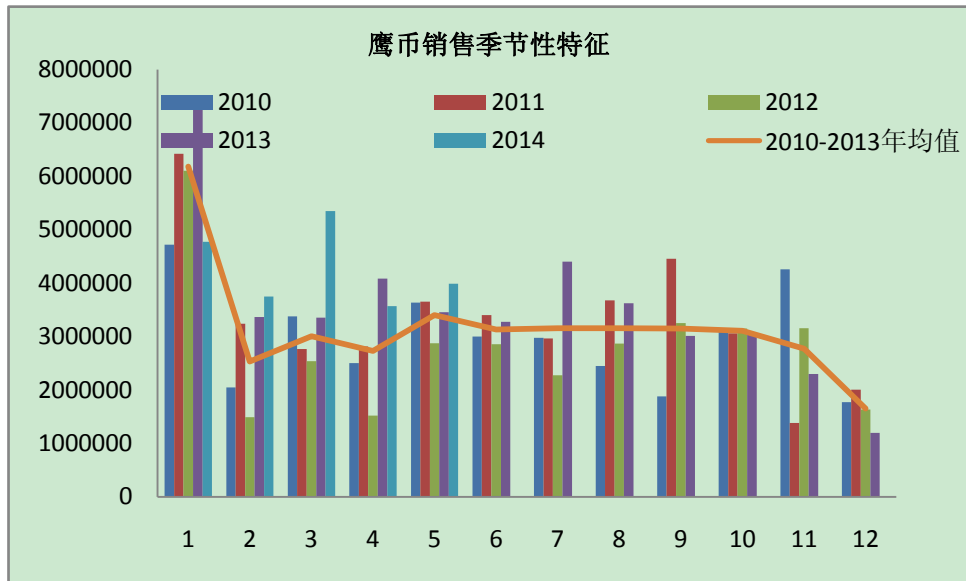
数据来源：Silver Institute，南华研究

黄金/白银比价自 2011 年 4 月以来的上涨，主要是因期间的贵金属金融属性，远强于工业属性。具体来看，欧美市场的宽松货币政策，特别是美联储持续的量化宽松以及地缘政治危机等因素，支撑了贵金属的金融属性。相反，全球工业状况在宽松的货币政策环境下，并没有大幅改善，包括欧元区经济的增长动能仍主要集中在德国，而其他欧元区国家与地区的经济仍挣扎在衰退边缘。全球最大铜消费国的中国市场，亦由于经济增长性改革，经济增速呈放缓迹象。

但我们预期黄金和白银的基本面即将发生转变，而这个时点可能就在三季度。近期受到伊拉克局势的影响，市场避险情绪重新升温，黄金走势仍继续强于白银。但随着伊

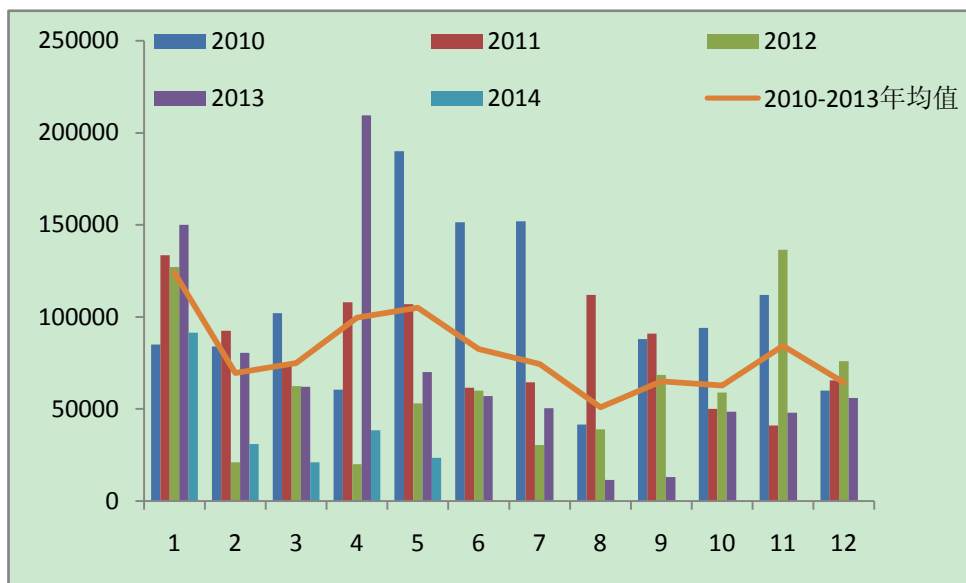
拉克局势的淡化，黄金避险需求支撑力度也将衰减，其走势最终将逐渐回归其基本面，而这个时点可能就在三季度末。我们认为，在美国经济继续复苏的前提下，市场风险偏好将回升，诸如股票、房地产等高风险资产将继续受到基金及投资者的追捧，相比之下的黄金以及白银，其金融属性将受到抑制。同时，随着美国市场的逐步退出 QE 政策，以及在未来可预见性的升息预期，同样将抑制贵金属金融属性的发挥。而全球通胀则远不足于激发市场抗通胀买需。因此，我们相信，在可预见的近一年来，黄金和白银的金融属性将削弱。

图 5.5: 2010 年至今的白银鹰币月度消费量 (单位: 盎司)



数据来源: Bloomberg, 南华研究

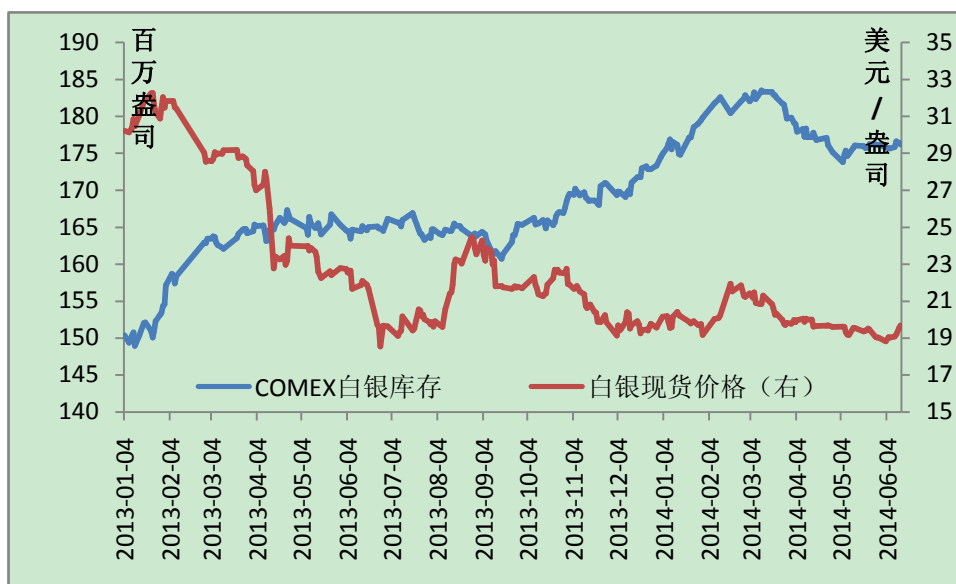
图 5.6: 2010 年至今的金币月度消费量 (盎司)



数据来源: Bloomberg, 南华研究

进入 2014 年以来，白银鹰币销售得到明显改善，除了一月份因受到美国恶劣天气影响，销售量小于 4 年均值。这反映出在美国经济稳健复苏下，银币需求进一步改善，而这种趋势有望在下半年得到延续，尽管从季节性来看，上半年的鹰币销售往往高于下半年。相比之下的金币销售则不容乐观，今年以来的前 5 个月，金币销售量皆低于往年均值，尽显疲态。这种反差也从一定程度上反映出市场对白银以及黄金需求间的分化。

图 5.7: 银价与 COMEX 白银库存走势图



数据来源: Bloomberg, 南华研究

2013 年来看，白银价格与 COMEX 白银库存存在较强的负相关性，即库存走高，银价下跌，反之亦然。但进入 2014 年 2 月份以来，这种负相关性遭到破坏，白银价格跟随库存的下降而下跌。而白银库存的下降，也反映出需求的回暖。在全球经济，特别是发达经济体经济继续改善的预期下，下年白银库存有望进一步下行，而当库存降至一定水平后，对银价支撑也将显现。

相比之下，在政策的转变下，贵金属的工业属性则不会受到大的影响，特别是白银，因白银工业需求占总需求的比重约为一半。在美国逐渐退出宽松货币政策的背后，预示着美国经济的稳步复苏。而美国经济复苏对白银工业需求的贡献巨大。欧元区亦会从货币政策角度来刺激欧元区经济更好的复苏。而中国方面，虽然中国经济增长性的转变，导致中国经济增速有所牺牲，但随着改革进程的进一步推进，新的经济增长目标具有更加明显的可持续性，新背景下的中国白银工业需求亦将维持在一个较为稳定的增速上。

综合来看，随着地缘政治局势的好转，贵金属的金融属性将衰减，而相比之下的工业属性则有望保持稳定。这预示着，白银这个兼具金融属性及工业属性的贵金属，与金融属性代表的黄金相比，其走势可能具有更强的抗跌性。因此，只要伊拉克局势好转，地缘政治危机逐渐淡出，白银工业属性就有望超越金融属性。此时多白银，空黄金，将成为重点关注的一个对冲方案，我们认为这个理想的对冲操作时点就在三季度。



## 南华期货分支机构

**南华期货股份有限公司**

杭州市西湖大道193号定安名都3层  
客服电话: 4008888910 www.nanhua.net

**萧山营业部**

杭州市萧山区金城路429号天汇园一幢B座3层  
电话: 0571-83869588

**台州营业部**

台州市椒江区耀达路99号4楼  
电话: 0576-88539900

**温州营业部**

温州市府路新益大厦1幢1401室  
电话: 0577-89971820

**宁波营业部**

宁波市和义路77号汇金大厦9楼  
电话: 0574-87273868

**慈溪营业部**

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

**嘉兴营业部**

嘉兴市中山路751号粮食大厦五楼  
电话: 0573-82158136

**绍兴营业部**

绍兴市中兴南路95号中兴商务楼1幢(南楼)5-6层  
电话: 0575-85095800

**成都营业部**

成都市锦江区东大街紫东楼段35号17层1706号房  
电话: 028-86532693

**兰州营业部**

兰州市庆阳路488号万盛商务大厦26楼(胜利宾馆斜对面)  
电话: 0931-8805310

**大连营业部**

大连市沙河口区中山路554D-6号和平现代城B座3层4号  
电话: 0411-84378378

**北京营业部**

北京市宣武门外大街28号2幢  
电话: 010-63556906

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路2号景峰国际商务大厦25层  
电话: 0351-2118016

**余姚营业部**

余姚市舜达西路285号中塑商务中心3号楼1601  
电话: 0574-62509001

**哈尔滨营业部**

哈尔滨市香坊区中山路93号保利大厦二层、八层  
电话: 0451-82345618

**郑州营业部**

郑州市未来路73号锦江国际花园9号楼14层  
电话: 0371-65613227

**青岛营业部**

青岛市闽江路2号国华大厦B座2501室  
电话: 0532-85803555

**沈阳营业部**

沈阳市沈河区北站路51号15层C室  
电话: 024-22566878

**天津营业部**

天津市河西区友谊路41号大安大厦A座8层  
电话: 022-88371080

**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: 021-50431979

**上海虹桥路营业部**

上海市虹桥路663号1楼、3楼、7楼  
电话: 021-52585211

**深圳营业部**

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703室  
电话: 0755-82577529

**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: 020-38806542

**芜湖营业部**

安徽芜湖市中山北路77号侨鸿国际商城904、906、908室  
电话: 0553-3880212

**重庆营业部**

重庆市南岸区亚太路1号1幢1层1-2  
电话: 023-62611588

**永康营业部**

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号总部大厦89号六层  
电话: 0513-89011160

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道96号之二钻石海岸B幢2104-2107室  
电话: 0592-2120370

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层  
电话: 0663-2663886

**海宁营业部**

海宁市钱江西路238号广隆财富中心301  
电话: 0573-80703000

**南华期货(香港)有限公司**

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

**浙江南华资本管理有限公司**

电话: 0571-87994666

## 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。

浙江省证监局、期货业协会温馨提示：期市有风险，入市需谨慎。



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](http://www.nanhua.net)