



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

黄金白银未来或迎来牛市

摘要

- **黄金：**美国经济艰难复苏，房地产未明显恶化，美国大选面临较大不确定性；全球其他主要地区经济增长低迷，英国公投退欧或引发欧洲普遍的政治混乱，欧、日的负利率政策陷入银行业生存艰难的困境，股市普遍下跌，作为避险资产的优质国债已经达到负利率或接近 0。目前流动性非常宽松，黄金价格处于相对低位，未来或成为重要的避险资产。英国退欧造成的大幅上涨或使得黄金的震荡中枢上移至 1300 美元/盎司附近，下半年黄金或继续震荡走强，未来或迎来牛市行情，建议逢低做多黄金。国内黄金或因人民币缓慢贬值而略微扩大涨幅。
- **白银：**上半年白银除了避险属性跟随黄金以外，库存的消耗以及矿产量的预期减少也是价格驱动的主要原因，尤其是二季度。价格上涨会使得矿厂复产，因此下半年预计情况不及上半年乐观，但供给短缺或持续一段时间，对白银有一定的利多影响。投资需求白银弱于黄金。我们认为白银下半年波动或大于黄金，国际白银或跟随黄金震荡上涨，三季度震荡中枢或上移至 18 美元/盎司。国内白银走势与国际白银走势并不完全相同，国内白银投资需求相对较小，但受基本金属供给短缺影响，以及人民币缓慢贬值，国内白银涨幅或也较大，未来牛市可期。

南华期货研究所

薛娜

投资咨询从业资格号：

Z0011417

贵金属分析师

0571-87839284

xuena@nawaa.com

目录

一、	金银二季度震荡走强	3
1.	ETF 及类似产品需求大增是一季度金价上涨主因	3
2.	黄金 ETF 等需求二季度放缓	3
3.	CFTC: 金银非商业净多头均处于高位 套保力量强大	5
4.	二季度黄金震荡走高 白银表现更强势	6
二、	下半年重点关注	6
1.	全球市场避险需求是上半年黄金走势的根本因素	7
2.	美国经济进入低速新常态 直接影响金银走势	8
3.	欧元区和日本长期利多金银	12
4.	人民币对美元或缓慢贬值 轻微利多国内金银	13
三、	策略建议	13
1.	黄金未来或将迎来牛市	13
2.	白银下半年波动或大于黄金	14
	南华期货分支机构	15
	免责声明	17

一、 金银二季度震荡走强

1. ETF 及类似产品需求大增是一季度金价上涨主因

今年一季度矿产金产量环比大幅下降，同比小幅增加。生产商对冲量大幅增加，与价格大涨有关，因生产商担心未来价格再次回落将导致亏损，故大量进行套期保值。再生金供应量环比大增同比小幅回落，同样与价格上涨有关。

需求方面，首饰需求大幅回落，与价格上涨有关；工业需求小幅回落，与经济增长放缓有关；金币和金条的零售投资需求环比下降，同比仅小幅增加，显示实物投资需求对价格并没有特别敏感。ETF 及类似产品的投资需求环比同比均大幅增加，是价格上涨的主要原因。央行购金量有所回落，与价格上涨有一定的关系。

一季度末现货黄金价格环比上涨 16.12%，主要因 ETF 及类似产品的投资需求大涨所致，价格的上涨带来了首饰需求的回落、生产商对冲量的增加以及再生金供应量的增加。

表 1：黄金季度供需平衡表（单位：吨）

	2016'Q1	2015'Q4	2015'Q1	环比%	同比%
需求量:黄金:总计	1,289.80	1,111.30	1,070.40	16.06	20.50
珠宝首饰:合计	481.90	663.20	596.90	-27.34	-19.27
工业:合计	80.90	84.10	83.30	-3.80	-2.88
投资:合计	617.60	205.20	277.90	200.97	122.24
投资:金条及硬币	253.90	272.70	252.20	-6.89	0.67
金条	183.40	202.20	186.60	-9.30	-1.71
官方硬币	58.70	49.50	50.20	18.59	16.93
奖牌/仿币	11.80	21.00	15.40	-43.81	-23.38
投资:ETF 及类似产品	363.70	-67.60	25.60	-638.02	1,320.70
供应量:黄金:总计	1,134.90	1,094.90	1,081.00	3.65	4.99
矿产:合计	774.00	859.40	717.70	-9.94	7.84
矿产:矿成品	734.00	846.40	729.40	-13.28	0.63
矿产:生产商对冲	40.00	13.00	-11.60	207.69	-444.83
再生金:合计	360.90	235.50	363.20	53.25	-0.63
央行售金/购金:合计	-109.40	-158.80	-112.30	-31.11	-2.58
现货黄金（季收盘价，美元/盎司）	1,232.15	1,061.08	1,183.30	16.12	4.13

资料来源：Wind 资讯 南华研究

2. 黄金 ETF 等需求二季度放缓

黄金基本面数据统计较为滞后，一季度主要是 ETF 及类似产品需求的大幅提升推动了价格，现在我们来看看目前已知的黄金投资需求在二季度的表现。

黄金投资主要包括央行购金、远期销售、金币金条投资、ETF 及类似产品等，其中黄金 ETF 持仓、交易所库存和央行购金的数据较为及时准确。

黄金 ETF 持仓二季度增幅减小

根据 Wind 资讯上面的数据统计，目前已知的主要 7 支黄金 ETF 持仓在一季度增加了 24.79%，二季度至 6 月 17 日增加了 9.56%，增幅明显放缓，这也是黄金价格在二季度涨幅不大的一个主要原因。

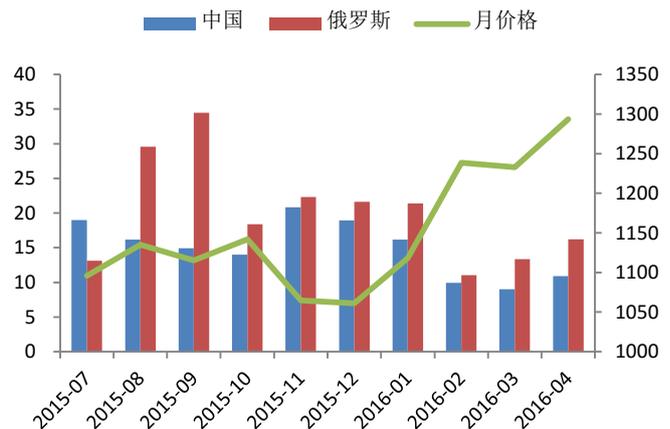
央行购金可能减少

全球主要央行的货币政策对金融市场有着极为重要的影响，同时央行也是目前黄金实物市场的重要参与方。在基本面数据统计中，一季度央行购金量环比和同比均有所下降。

目前中国和俄罗斯是主要的黄金储备购入国，除了储备多样化以及战略性储备等需求外，我们认为中国央行可能也是为了支持国内的黄金产业，当价格上涨时，购入大量黄金储备的必要性下降。油价的下跌影响俄罗斯的外汇储备，或影响黄金储备购入量，中国外汇储备也处于减少中，故预计未来央行购金量变动可能不会很大或者有所减少。

图 1、二季度黄金 ETF 增幅下降

图 2、中国和俄罗斯购入黄金储备有所减少



资料来源：Wind 资讯 南华研究

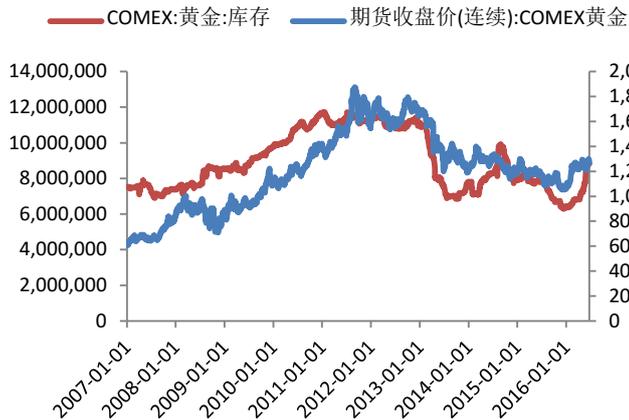
资料来源：Wind 资讯 南华研究

COMEX 黄金库存二季度大幅增加

COMEX 黄金库存具有连续性，持仓波动比较大，跟价格有一定的正相关性。通常情况下上海期货交易所的黄金库存量远远低于 COMEX 黄金库存量，上期所黄金库存具有明显的周期性，短期波动较大，也就是交割月附近库存量较大，其他月份往往锐减，与价格的相关性不明显。我们主要观察 COMEX 黄金库存量的变化。

如图 3 所示，COMEX 黄金库存与价格有一定的正相关性，但对价格的前瞻性并不强，所以该数据只能作为参考。一季度 COMEX 黄金库存增加 7.85%，二季度至 6 月 17 日增加 28.62%，与价格走势并不完全相符，可能与价格的绝对值有关，二季度价格高位震荡套保需求更大。另外主要 7 支黄金 ETF 持仓总量大约是 COMEX 黄金库存的 5 倍，所以相比于 ETF 持仓增加的放缓，交易所库存量的增加相对较小，对价格的影响也相对较小。

图 3、COMEX 黄金库存二季度大幅增加



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4、COMEX 白银库存与银价有一定的负相关性



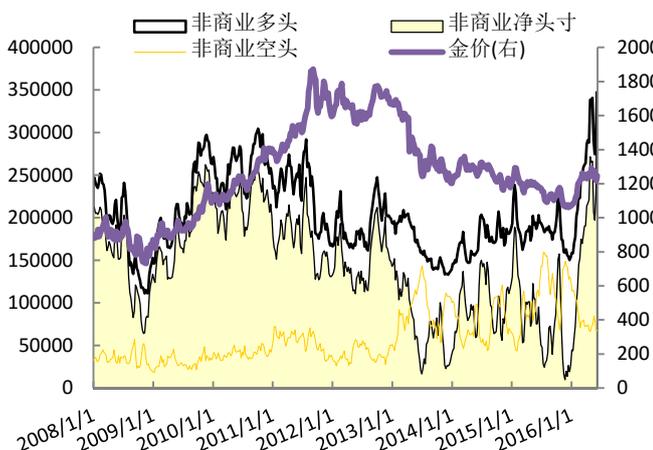
资料来源：Wind 资讯 南华研究

白银基本面数据统计较为滞后，并且与价格的相关性不强，白银 ETF 持仓与价格的相关性也不强。COMEX 白银库存与白银价格有着不太精确的负相关关系，COMEX 白银库存一季度下降 3.53%，二季度下降 3.2%，幅度相当，与价格走势相反。

3. CFTC：金银非商业净多头均处于高位 套保力量强大

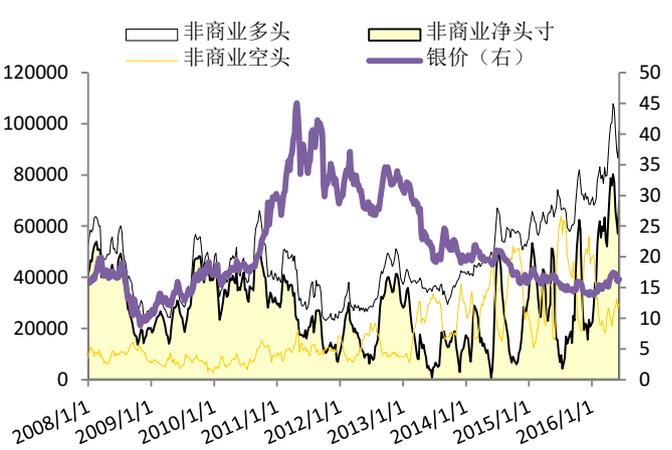
美国商品期货交易委员会（CFTC）的持仓报告有助于我们了解期货市场上的参与者结构。短期来看，因为持仓报告滞后几天公布，通常其结构变化与价格变动相一致，参考意义并不是很大。但是中长期来看，当非商业多头和净头寸处于相对较高或者较低的位置时，可能对价格的判断有一定的帮助。

图 5、黄金非商业多头和净头寸处于历史高位



资料来源：Bloomberg 南华研究

图 6、白银非商业多头和净头寸也处于历史高位



资料来源：Bloomberg 南华研究

如图 5 所示，今年一季度黄金非商业多头和净头寸持续快速增加，价格亦大幅上涨，二季度非商业多头和净头寸创了历史新高，但价格二季度震荡略微走强，显示商业净空头头寸较大，即套保力量非常强大，与一季度供需中套保供应增加、二季度 COMEX 黄金

库存大幅增加相一致。目前非商业多头处于历史高位，非商业空头处于相对低位，市场情绪比较乐观，短期多头可能平仓造成回调，但比较支持中期价格走强。当然该判断并不绝对，因为市场情绪变化很快，持仓变化也可以非常迅速。

如图6所示，今年上半年白银非商业多头和净头寸也是快速增加处于历史高位，与目前价格相对低位并不相符，可能是因为市场参与资金越来越多，非商业净头寸的高位也显示套保市场的需求巨大，与白银实物供应过剩相对应。白银非商业多头近几年持续走高，目前持仓量如此巨大，未来若减仓等，容易导致价格波动变大。全球主要白银ETF持仓量目前同样处于历史高位，也与价格的相对低位非常不相符。

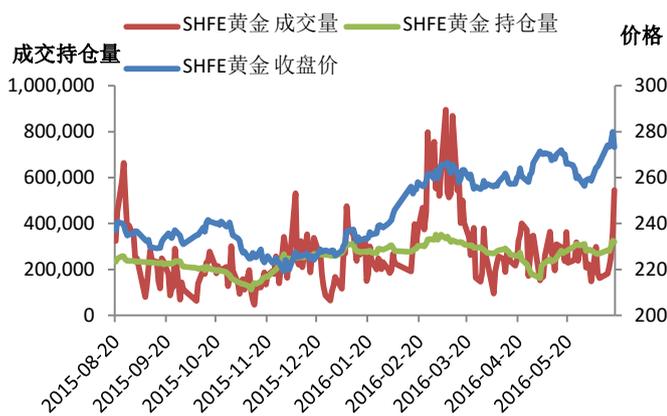
4. 二季度黄金震荡走高 白银表现更强势

截止到6月17日，COMEX黄金二季度上涨5.45%，年度至今上涨22.74%，上期所黄金期货二季度上涨6.66%，年度至今上涨20.86%。国内外黄金涨幅差别不大。国内二季度成交量明显较一季度下滑，随着价格的大幅波动成交量近期大涨。

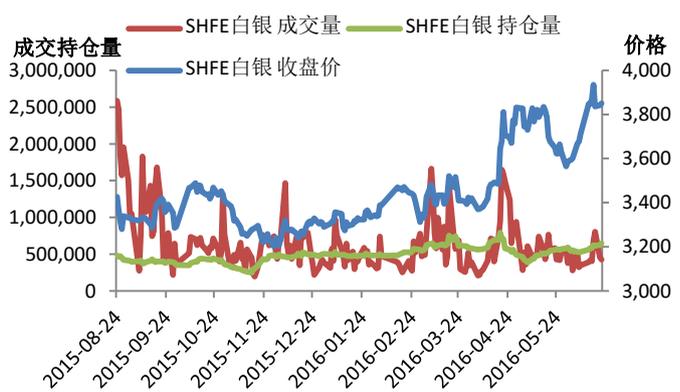
截止到6月17日，白银二季度总体走强后宽幅震荡。COMEX白银二季度上涨13.4%，年度至今涨幅26.73%，总体二季度更为强势，一季度相对较弱。上期所白银二季度上涨12.62%，大约是黄金涨幅的两倍，与国外涨幅差别不大；年度至今上涨16.6%，与国外差别较大，主要因国内白银征收17%的增值税，并非完全自由贸易商品，一季度表现弱。

图7、黄金二季度震荡走高，国内交易量回落

图8、二季度白银相对更强势，交易量普遍不高



资料来源：Wind 资讯 南华研究



资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、下半年重点关注

以上回顾了一季度黄金供需基本面，找到了一季度价格大涨的主因是ETF及类似产品需求大幅上涨。二季度主要黄金ETF持仓增幅放缓，央行购金预计缓慢减少，COMEX黄金库存一季度小涨二季度大幅增加，或与套保需求变大有关，但总量相对较小影响不大。CFTC持仓显示黄金一季度非商业多头和净头寸快速增加，二季度高位宽幅震荡。这些都与二季度黄金价格高位震荡走强相一致。

那么是什么原因导致了黄金投资、投机需求一季度大幅增加以及二季度放缓呢？

1. 全球市场避险需求是上半年黄金走势的根本因素

我们先看看其他国际金融资产在今年上半年的表现。国债通常被认为是避险资产，尤其是国家信用良好的优质国债。

今年一季度多数主要国家国债收益率大跌，市场避险情绪强烈，二季度情况稍好，国债收益率走势有所分化，日本、德国和美国这些优质国债收益率仍然是下跌的，这显示了市场避险情绪仍然有，但有所弱化。希腊国家信用较低，一季度避险情绪推升其收益率，二季度缓和和收益率下降。

如表 2 所示，目前日本 10 年期国债收益率已经变为负利率很长一段时间了。德国 10 年期国债收益率在 6 月 14 日-16 日之间也已经达到负利率，目前接近 0。其他主要国家国债收益率也是很低，与国家信用有关，美国 10 年期国债收益率为 1.61%，接近历史最低位。国债市场的整体牛市反映了当前全球金融环境比较偏好避险资产，同时也说明了在主要国家量化宽松多年以后，全球资本市场流动性异常宽松。

表 2：全球主要国家的 10 年期国债收益率变动基点统计（截止到 6 月 17 日）

	6.17 收益率%	2016' Q1	2016' Q2
日本	-0.157	-32	-11
德国	0.02	-48	-13
法国	0.43	-50	-6
意大利	1.51	-38	29
西班牙	1.56	-33	12
美国	1.61	-50	-16
希腊	8.16	30	-43

资料来源：Bloomberg Wind 资讯 南华研究

再来看看股票市场的情况，股票通常被认为是风险资产。今年上半年只有美国处于加息周期中，尽管并没有加一次息，美国的经济相对较好股市表现亦相对较好。一季度除美国外，欧元区主要国家、日本和中国股票指数普遍大幅下跌，而美国标普 500 金融行业指数也是下跌了 5.6%，显示金融市场信心不佳，避险情绪强烈。二季度至今，美国股票指数普遍震荡，季度累计波动不大，金融行业指数与综合指数表现类似小幅增长，显示美国市场信心还可以。但其他主要国家股票指数二季度仍是普遍下跌，仅跌幅普遍小于一季度，显示全球市场的风险情绪持续低迷，避险情绪仍存在但有所缓解。

表 3：全球主要国家股票指数表现（截止到 6 月 17 日）

	2016' Q1	2016' Q2
纳斯达克综合指数	-2.75	-1.43
道琼斯工业平均指数	1.49	-0.06
标普 500 综合指数	0.77	0.56
标普 500 金融行业指数	-5.60	0.55
欧盟斯托克 50 价格指数	-8.61	-5.18
德国 DAX30 指数	-7.24	-3.35
法国 CAC40 指数	-6.24	-4.36
意大利富时 MIB 指数	-15.41	-6.59

西班牙 IBEX35 指数	-9.53	-4.14
日本日经指数	-11.95	-6.92
中国沪深 300 指数	-13.75	-3.35

资料来源: Bloomberg Wind 资讯 南华研究

基于黄金的历史以及特性, 黄金投资主要被用于对抗货币的通胀、贬值、信用风险等, 因为国际金价使用美元计价, 所以国际黄金主要用于对抗美元的通胀、贬值和信用风险等。因此通常我们认为黄金的投资需求与美国(作为主要国际储备货币国)的经济表现和货币政策息息相关, 前几年市场表现基本与此相一致。

但如表 4 所示, 去年四季度商品总体下跌, 金银亦下跌; 今年一季度黄金大幅上涨, 当时美股也大幅下跌, 但随后美股大幅反弹黄金未跟随下跌, 白银涨幅相对较小, 商品仍小幅下跌; 二季度商品总体表现较强势, CRB 指数上涨 12.82%, 白银工业属性更强, 二季度跟随商品走势表现较为强势, 涨幅远大于黄金, 当然部分也是对一季度涨幅较小的一种补涨。今年上半年截止到 6 月 24 日, COMEX 白银收盘价与 COMEX 黄金相关系数为 0.85, 与 LME 基本金属指数相关系数为 0.70, 与 LME 锌为 0.88, 与 LME 锡为 0.82, 与 LME 铝为 0.80。这证明了白银的工业属性较强, 价格与基金属有较大相关性。

表 4: 现货金银及 CRB 指数波动统计%(截止到 6 月 17 日)

	2015' Q4	2016' Q1	2016' Q2
伦敦黄金现货下午定盘价	-4.85	16.70	4.34
伦敦白银现货定盘价	-5.67	11.29	12.94
CRB 指数	-9.09	-3.19	12.82

资料来源: Bloomberg Wind 资讯 南华研究

以上数据显示黄金上半年价格走势与全球避险情绪相一致, 并不仅仅与美国相关。我们认为目前全球的金融环境已经恶化到避险资产的普遍匮乏。比如今年上半年日本和欧元区下降的负利率并没有进一步压低汇率, 反而对美元均有所升值。欧元区经济总量仅次于美国, 日本是全球第二大发达经济体以及第三大单个经济体, 这些都使得欧元和日元成为避险货币, 欧元区中优质国债以及日本国债是全球投资者抢购的避险资产。

因此未来我们在对国际金价走势做判断时, 需考虑全球性金融市场的普遍极端情绪, 而且市场情绪变化非常快, 也需要考虑美国的经济表现和货币政策, 观察中我们发现美国的信息仍是价格变动主要的直接影响因素。

由于贸易自由流通, 国内金价与国际金价经兑换后基本保持一致, 因此人民币对美元的汇率是影响国内黄金白银价格的另一个重要因素。

2. 美国经济进入低速新常态 直接影响金银走势

美国 GDP 主要由个人消费支出、私人投资、净出口、政府消费支出和投资构成, 其中通常个人消费支出对 GDP 拉动作用最明显, 私人投资变动较大, 影响也比较大。金融市场对实体经济的关注通常不会面面俱到, 因此我们只关注一些重点经济指标。

另外美国是市场经济国家, 货币政策对经济的影响非常之大, 同时美元是最主要的国际储备货币和国际计价货币, 美元流动性直接影响到国际资产价格。观察中, 我们也发现了美联储的货币政策以及美联储重点关注的就业和通胀指标对黄金白银价格的直接影响最大。

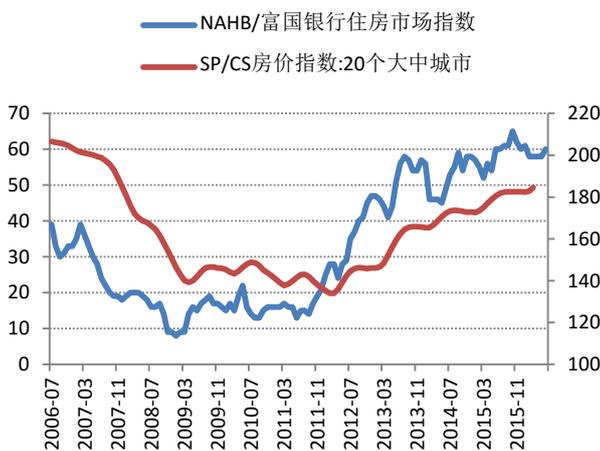
实体经济复苏在持续 但前景并不十分看好

房地产是私人投资的重要项目，另外房地产也是与黄金具有竞争替代作用的实物金融资产，因此需要重点关注。如下图所示，NAHB住宅市场指数以及20大城市房价指数一季度表现一般，活跃度小幅下滑，二季度有好转迹象。

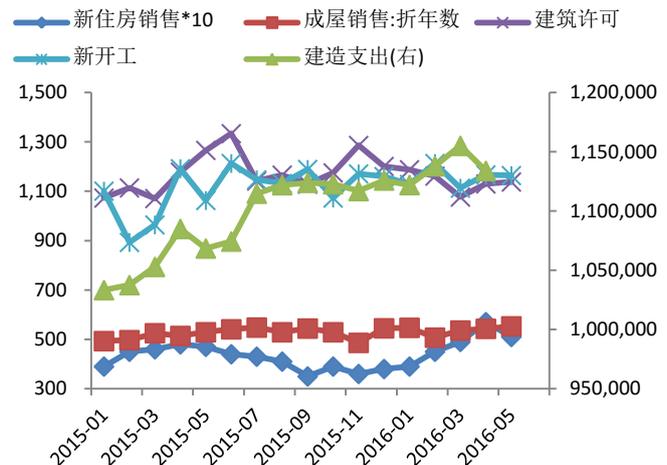
新建住宅销售一季度持续上升，5月有所下滑；成屋销售波动不大；建筑许可和新开工二季度增长比较缓慢，建筑支出4月份下滑。总体来看，一季度住宅市场表现一般，二季度没有明显改善，部分数据下滑。

图9、二季度住宅市场活跃度和房价表现尚可

图10、一季度住宅市场表现一般，二季度未明显改善



资料来源：Wind 资讯 南华研究

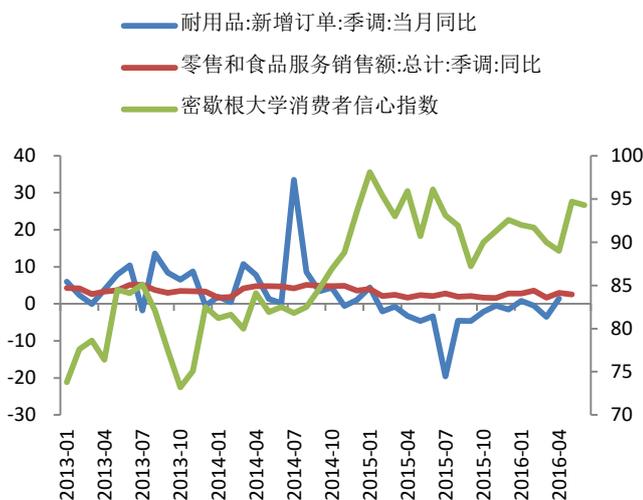


资料来源：Wind 资讯 南华研究

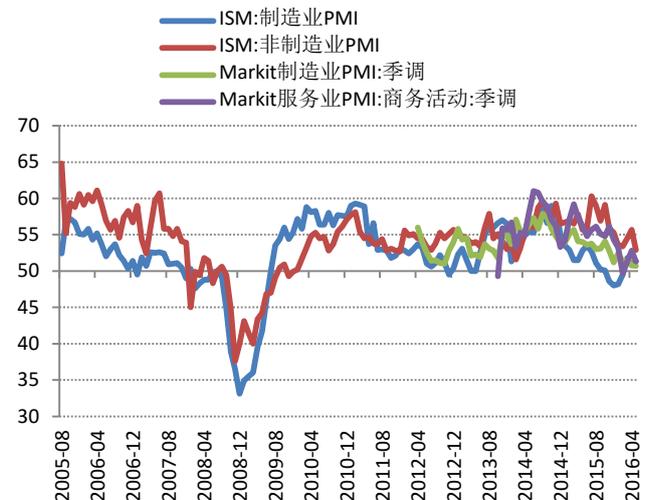
如图11所示，今年上半年零售销售同比波动不大，耐用品新增订单同比近期有好转，密歇根大学消费者信心一季度不高，二季度有好转。如图12所示，一季度各项PMI表现不佳，二季度看起来在下滑，前景并不十分看好。

图11、消费者信心维持在高位，其他指标尚可

图12、各项PMI二季度表现不佳



资料来源：Wind 资讯 南华研究



资料来源：Wind 资讯 南华研究

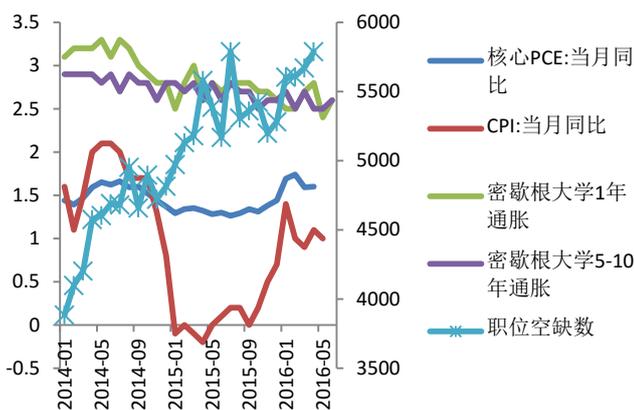
总体经济复苏在持续，但未来趋势并不乐观，房地产市场同样。正如美联储主席耶伦在出席美国众议院金融服务委员会的听证会上所说，美国经济低速增长可能是新常态。下半年美联储或没有机会加息

如图 13 所示，美国一季度通胀好转未持续，二季度各项通胀指标基本横盘震荡波动不大。如图 14 所示，就业指标短期出现分化，因劳动力参与率下降 5 月失业率继续下降，5 月新增非农就业人数大幅低于预期，但职位空缺数持续上升。

美联储法定职责为促进就业水平最大化和价格稳定，以上数据显示美国暂不存在高通胀风险但通胀也未恶化，就业近期有所分化，这两项指标不支持加息但也不能排除加息的可能性。

图 13、二季度通胀维持震荡，职位空缺持续增长

图 14、就业指标出现分化



来源：Wind 资讯 南华研究

资料来源：Wind 资讯 南华研究

但美联储主席耶伦在 6 月 FOMC 会后新闻发布会上表示“我们需要确保经济动能不会消退”，“国际不确定性若隐若现，在很大程度上影响到美联储政策”。6 月 FOMC 会议声明表示“委员会在评估过程中，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”。据我们观察，美联储对全球金融市场的极端变动以及美国金融市场的大幅波动是非常敏感的，这也增加了加息的不确定性。

表 5：2016 年下半年 FOMC 暂定会议时间表

时间	决议内容
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：南华研究

刚结束的 6 月美联储会议决定不加息，认为美联储 2016 年加息 1 次的官员人数从 3 月份的 1 人增至 6 人。FOMC 中值预期仍然显示美联储将在 2016 年加息两次，2017 年加息次数预期下降 1 次至 3 次。

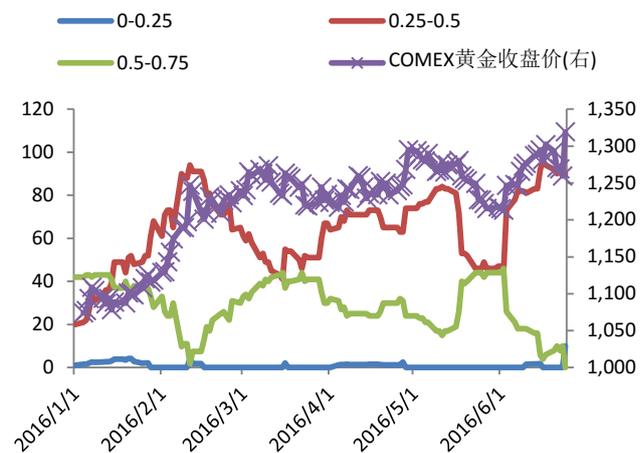
表 5 是下半年 FOMC 会议时间表。6 月 23 日英国公投退出欧盟，引发了全球金融市场的巨大波动，公投前市场预期美联储仅在 12 月加息概率超 50%，而公投后 6 月 24 日

市场预期如图 15 所示，美联储年内不仅加不了息，降息的概率也由前一日的 0 普遍上升至百分之十几。我们认为这固然有市场对意外重大事件反应过度的嫌疑，但是下半年美联储加息前景仍不乐观。

图 15、6 月 24 日市场预期美联储加息概率

当前隐含概率			
日期	会议	加息概率	降息概率
07/27/2016		0.0%	10.0%
09/21/2016		0.0%	13.6%
11/02/2016		1.9%	13.3%
12/14/2016		15.3%	11.2%
02/01/2017		16.8%	11.0%

图 16、市场预期下次 FOMC 会议利率概率变动与金价走势



来源：Bloomberg 南华研究

资料来源：Bloomberg 南华研究

以上两段内容显示美联储的预期与市场预期仍有差距，未来这种差距的回归是影响黄金白银价格走势的直接原因。图 16 是市场预期下次 FOMC 会议利率概率走势，维持 0.25-0.5% 不加息的概率与黄金价格的正相关性具有阶段性，二季度这种正相关性较强。6 月 24 日降息概率上升为 10%，黄金当日价格大涨。我们认为下半年美联储向市场靠拢的概率较高，这样美联储推迟加息的预期将推升金银价格，因此未来美联储的会议和耶伦的表态需要重点关注。

总结

美国经济在全球范围内是相对较好的，股市表现也相对较好，但是进入 2016 年经济增长动能似乎也在减弱，进入了低增长的新常态。

目前美国的股票仍处于高位，未来若预期经济前景不佳的话，股票下跌空间将非常大。而全球范围内的长期优质国债都已经是负利率或者接近 0 了，避险资产非常匮乏。普通的大宗商品虽然也没有信用风险，但是普遍供给过剩，价格通常只能短期炒作至高位，只有黄金白银具有投资价值，未来可能会成为重要的避险资产。

需要注意的是，目前美国经济复苏还可以，低速增长可能会促使财政政策和货币政策更为宽松从而短期支撑经济，美联储推迟加息甚至降息的预期利多金银，但若对经济起作用则将利空黄金白银。另宽松的效果是递减的，长期效果不佳同时未来可能带来更大的麻烦。

同时 11 月份的美国大选也可能带来金银大涨的机会，因共和党总统候选人特朗普言论较为极端激烈，可能给未来美国的财政政策、贸易政策甚至货币政策（特朗普曾表示若当选可能换掉目前的美联储主席耶伦）带来极大的不确定性，这样市场的避险情绪或将使得资本蜂拥至黄金白银市场。

3. 欧元区和日本长期利多金银

今年一季度黄金对全球市场比较敏感，其中主要包括欧元区和日本，二季度与美国加息预期相关性较大。6月23日英国公投让我们看到了重大意外对全球市场以及黄金白银价格的极端冲击。

在北京时间6月24日公投结果陆续公布以后，全球金融市场巨幅波动，表6是24日收盘后主要资产价格变动，另盘中的波动较收盘更大。事后有大量的英国人发起请愿要求二次公投，预计将缓解市场恐慌情绪。由表中数据来看，日元、美元、优质国债和黄金白银仍是主要的避险资产。

表6：6月24日英国公投退欧当天全球主要资产价格较前一交易日变动

	6月24日波动%
美国10年期国债收益率(基点)	-19
德国10年期国债收益率(基点)	-14
法国10年期国债收益率(基点)	-7
意大利10年期国债收益率(基点)	16
西班牙10年期国债收益率(基点)	17
希腊10年期国债收益率(基点)	87
美元指数	2.05
美元日元	-4.05
英镑美元	-8.80
欧元美元	-2.80
纳斯达克综合指数	-4.12
道琼斯工业平均指数	-3.39
标普500指数	-3.59
SP500波动率指数(VIX)	49.33
SP500金融行业指数	-5.41
欧盟斯托克50价格指数	-8.62
德国DAX30指数	-6.82
法国CAC40指数	-8.04
意大利富时MIB指数	-12.48
西班牙IBEX35指数	-12.35
CRB指数	-2.50
COMEX黄金主力收盘价	4.75
COMEX白银主力收盘价	2.62

资料来源：Bloomberg Wind 资讯 博易大师 南华研究

英国脱离欧盟理论上只是脱离一个区域性的国际组织，英国也不是欧元区成员国，脱欧公投成功或许是在欧洲经济持续低迷的情况下，民众各种不满情绪在民主政治上集中爆发的第一个重大事件，因此影响巨大，未来不管是否二次公投以及结果如何还是其他国家公投预计影响都将减弱。目前已经有其他欧盟成员国内的部分人员宣称他们也要公投。这是经济持续低迷以后导致的民主政治混乱，言论极端的特朗普能够成为美国总

统候选人也是同样的状况，有分析认为支持脱欧的民众结构与支持特朗普的非常相近。目前国际资本市场规模巨大，也放大了这种政治事件对金融市场的冲击。

除了政治混乱带来的贸易保护、政治不确定性（公投后卡梅伦宣布辞职）以外，欧洲目前还面临的一个重大问题是持续负利率的货币政策之下，银行的盈利能力受到极大挑战，日本情况类似，银行业的生死存亡关系到金融系统稳定性。德国最大银行德意志银行去年全年巨亏，为 7 年来首次亏损，近期宣布裁员关闭分行以求生存。

日本另一大问题是巨大的国债规模以及极高的价格。但这种状态已经持续了很久，在全球经济新常态下，问题可能会进一步拖延，以及会缓慢爆发而非像 08 年那样系统性风险集中爆发。

脱欧公投对市场造成的恐慌情绪预计持续时间不会太长，二次公投的请愿预计会减弱市场的恐慌情绪。未来欧洲、美国可能的政治混乱以及欧洲、日本的负利率和银行业危机仍是关注重点，长期来看是利多黄金白银的重要因素。

4. 人民币对美元或缓慢贬值 轻微利多国内金银

人民币对美元的汇率主要受到经常账户顺逆差、资本账户顺逆差和央行货币政策及汇率调控的影响。一季度央行出手干预人民币的贬值预期，目前人民币对美元汇率维持震荡缓慢贬值，预计下半年人民币兑美元继续保持平稳缓慢贬值，轻微利多国内金银价格。

三、策略建议

1. 黄金未来或将迎来牛市

利多因素：美国经济复苏艰难；全球其他主要地区经济增长低迷，英国公投脱欧或引发欧洲普遍的政治混乱，美国大选也面临不确定性，欧、日的负利率政策陷入银行业生存艰难的困境，股市普遍下跌，作为避险资产的优质国债已经达到负利率或接近 0。目前流动性非常宽松，黄金价格处于相对低位，未来或成为重要的避险资产。

利空因素：黄金生产商的套保需求较大，美国经济复苏尚未完全结束，尤其是房地产市场，若经济复苏好转加息预期升温的话，则大概率利空金银。另外以上很多利多因素已存在一段时间，未来何时爆发存在不确定性。另市场对英国脱欧反应过度。目前 CFTC 黄金持仓非商业多头处于历史高位附近，未来多头减仓或带来价格短期的回调。

价格判断：利多因素总体略强于利空因素，但利空因素不可忽视，尤其是短期，英国脱欧造成的大幅上涨或使得黄金的震荡中枢上移至 1300 美元/盎司附近，下半年黄金或继续震荡走强，未来或迎来牛市行情，建议逢低做多黄金。国内黄金或因人民币缓慢贬值而略微扩大涨幅。

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，这些都可以放大交易杠杆，提高资金利用率。

2. 白银下半年波动或大于黄金

2015 年白银基本面供需中，矿产供应小幅增加、再生银因价格下跌大幅减少，总供应小幅回落。需求方面总体小幅回升，其中工业应用减少因全球经济增速下滑，首饰、银器和铸币印章均有所增加，尤其是铸币印章需求大幅增加，感光材料需求趋势性下滑。

但是需要注意的是白银供需统计中供不应求的状态已经持续了几年，隐形库存已经消耗较多了，COMEX 白银库存从去年 7 月份开始持续下降是库存水平下降的一个明确指标。这也是国际银价上半年上涨的一个基本面基础。

白银基本面数据统计较滞后，另供应下降需求回升而价格下跌，说明白银实物供需是价格波动的结果而非原因。前面我们讲到白银价格走势与黄金以及基本金属相关性较大，因此分析白银价格需另辟蹊径。

比较黄金白银两种贵金属，白银价格低廉、市场容量较黄金更小、个人投机者参与更多，决定了白银价格走势具有波动更大的特性。黄金的投资需求通常我们是比较清楚的，而白银作为贵金属中投资属性最接近黄金的金属，其更多的是作为黄金投资的廉价替代品而存在，因此分析白银价格通常也是在分析黄金价格的基础上，对其工业应用需求（通常与预期经济增长相关）以及供给情况进行分析，部分受到其他工业品价格的影响，然后进行综合判断。

上半年白银与锌、铝的相关性较强，主要是因为银矿多为锌、铝还有铜等金属的伴生矿，去年基本金属的普遍大幅下跌影响到基本金属的矿产量，进而也影响到白银的矿产量。上半年基本金属的价格走势主要是由供给侧驱动的，白银除了避险属性跟随黄金以外，库存的消耗以及矿产量的预期减少也是价格驱动的主要原因，尤其是二季度。价格上涨会使得矿厂复产，因此下半年预计情况不及上半年乐观，但供给短缺或持续一段时间，对白银有一定的利多影响。

投资需求方面，在英国退欧公投过程中，黄金的涨幅大于白银，说明黄金的避险属性更好。目前 COMEX 白银库存在下降利多白银。CFTC 白银非商业多头持仓处于历史高位附近，多头减仓也会带来价格的回调。主要白银 ETF 持仓总量处于历史高位，与价格的相对低位不符，未来若减仓可能限制白银涨幅。由于白银价格低廉，以往其价格波动往往是黄金的 2 倍，但今年上半年情况完全不同，我们认为白银下半年波动或大于黄金。

综合以上判断，下半年国际白银或跟随黄金震荡上涨，三季度震荡中枢或上移至 18 美元/盎司。因为存在 17% 的增值税，国内白银走势与国际白银走势并不完全相同，国内白银投资需求相对较小，但受基本金属供给短缺影响，以及人民币缓慢贬值，国内白银涨幅或也较大，未来牛市可期。我们同样推出了场外白银期权交易。

南华期货分支机构

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

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
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 709 室
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

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
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

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: 0931-8805310

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: 0411-84378378

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、
B803、B805、B608、B609 室
电话: 010-63556906

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: 0351-2118016

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

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

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: 0451-82345618

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 号闽商总部大厦 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、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

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 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 号总部大厦六层
电话: 0513-89011168

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：0663-2663882

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

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

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）

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

电话：0592-2120370

齐齐哈尔营业部

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号
电话：0452-5883883

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

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

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，但我们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