

贵金属见底了吗？

摘要

我们认为，下半年黄金价格重心将继续下移，但跌势会放缓。中期看，黄金价格仍未见底。而白银或受益于强需求面，继续呈现银强金弱格局。

首先，美实际利率是决定黄金中长期走势的核心要素，美实际利率的走高将利空贵金属。目前美实际利率已处于罕见负值区间，下半年有小幅走高需求。分项看，下半年美债 10Y 收益率将止跌走高，通胀保持高位运行，但长期通胀预期有望回落。

其次，受益于美国经济复苏相对强劲，下半年美元指数亦有望继续走强，美元指数走强将进一步打压贵金属价格。

第三，从基本面看，下半年黄金市场实物需求有望继续复苏，投资需求下降幅度将趋缓，主要基于对印度市场疫情好转的预期。但基金面供需仍不足以成为影响下半年黄金价格的主因。

第四，参考 2008 年美国次贷危机后美货币政策对贵金属走势的影响看，我们预计在 8 月份杰克逊霍尔全球央行年会召开前，黄金或因利空消息的相对真空期，呈现震荡反弹行情，但反弹高度仍有限，8 月前仍需重点关注美国就业数据。在杰克逊霍尔全球央行年会上，鲍威尔或将释放 QE 缩减信号，这将触发黄金继续震荡向下，直至 QE 缩减计划正式执行。因此预计 8 月底后的黄金走势将震荡向下。整体下行趋势则将放缓，因 QE 仍极其宽松。

操作上建议波段操作为主，因下半年黄金大概率呈现震荡偏弱行情，且 8 月下旬前仍有望小幅反弹。上方反弹阻力位在 1800，强阻力 1825-1830 区域；下方第一支撑位 1750 区，跌破后将下指 1670 前低。另外，在预期黄金下半年不会大跌的前提下，对冲上可继续关注多银空金机会。

风险点：新冠疫情、就业市场疲弱、美债上限及地缘政治危机等

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290 号

夏莹莹

投资咨询证号：

Z002199

目录

第 1 章 上半年贵金属市场回顾	4
1.1. 2021.1-2021.3 持续回落	4
1.2. 2021.4-2021.5 快速反弹	5
1.3. 2021.6-至今 急跌后震荡	6
第 2 章 宏观影响因素解析	6
2.1. 实际利率有望回升，利空黄金	7
2.2. 美债 10Y 收益率将继续走高	8
2.3. 下半年通胀将从商品转向服务，但长期通胀预期或回落	9
2.4. 美国经济复苏料提振美指继续走高，利空贵金属	10
2.5. 以史为鉴	12
第 3 章 基本面因素分析	13
3.1. 黄金需求将小幅改善	14
3.2. 黄金供应或微降	14
第 4 章 白银需求强劲致银强金弱	15
第 5 章 行情预测及策略推荐	16
5.1. 2021 年下半年展望：震荡下跌 银强金弱	16
5.2. 策略推荐	16
5.3. 风险提示	16
免责声明	17

图表目录

表 1 : 全球贵金属 21 年上半年行情总览.....	4
表 2 : 疫情下全球黄金需求大幅回落, 因投资需求下降.....	13
图 1 : 贵金属市场上半年走势呈倒 N 型	4
图 2 : 银强金弱.....	4
图 3 : 美实际利率有望从负值缓慢爬升, 中期将转正	7
图 4 : 美国隔夜市场逆回购规模飙升.....	8
图 5 : 美财政部 TGA 账户大幅下降.....	8
图 6 : 美债 10Y 收益率仍处于历史较低水位	8
图 7 : 市场预期美债 10Y 收益率将继续走高.....	8
图 8 : 美 10Y 通胀率有望回落.....	9
图 9 : 美国仅服务业支出未恢复至疫情前水平	9
图 10 : 4-5 月, 美核心 PCE 及 CPI 皆大幅走高, 远超 2% 长期通胀目标.....	10
图 11 : 美元指数在短期内与贵金属价格有一定负相关性。	11
图 12 : 美制造业及非制造业全面复苏.....	11
图 13 : 美耐用品及食品销售亦强劲.....	11
图 14 : 美房屋市场价格大涨.....	11
图 15 : 消费者信心回升, 但仍未恢复至疫情前	11
图 16 : 美疫情控制好于英国及欧元区.....	12
图 17 : 美完全接种疫苗率 (%) 高于欧元区.....	12
图 18 : 美实际利率有望从负值缓慢爬升, 中期将转正	12
图 19 : 印度疫情将继续好转, 疫苗接种率上升	14
图 20 : 黄金 ETF 基金减持动能下降.....	14
图 21 : 高需求下白银库存持续回落.....	15
图 22 : 白银基金投资热情仍坚挺	15

第1章 上半年贵金属市场回顾

今年以来，贵金属呈倒N字型宽幅震荡走势，其中1-5月年走势V型，在6月则见顶回落。截止6月28日，COMEX黄金2108合约在1780美元/盎司附近窄幅震荡，上半年总体下跌6.46%；COMEX白银2109合约在26美元/盎司附近，上半年微跌1.21%；SHFE黄金2112合约在371元/克附近，跌幅6.12%，SHFE白银2112合约在5400元/千克附近，跌幅2.8%。黄金与白银相比，呈现出银强金弱的特征，金银比价亦回落至67.88。

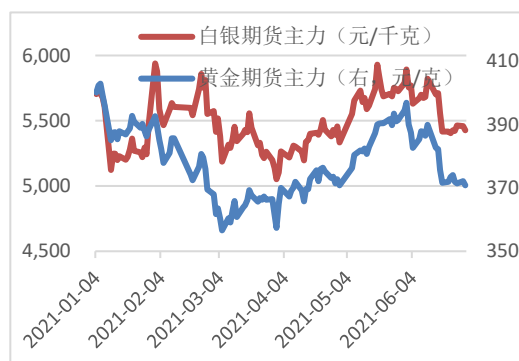
从国内外贵金属交易的成交情况看，COMEX交易所仍是全球最大黄金交易所；上期所则已反超COMEX，晋升为全球最大白银交易所，中国也已超越美国成为全球工业用银需求量最大的国家。

表 1：全球贵金属 21 年上半年行情总览

贵金属 21H1 行情	最新价	涨跌	涨跌幅%	日均成交量(KG)
AU2112	370.80	-24.18	-6.12	137299
AG2112	5426.00	-160.00	-2.86	13429670
AU (T+D)	369.45	-22.49	-5.74	33495
AG (T+D)	5343.00	-185.00	-3.35	8184860
COMEX 黄金 2108	1778.80	-122.80	-6.46	667535
COMEX 白银 2109	26.21	-0.32	-1.21	11862425
COMEX 金/银比价	67.88	-3.81	-5.32	NA

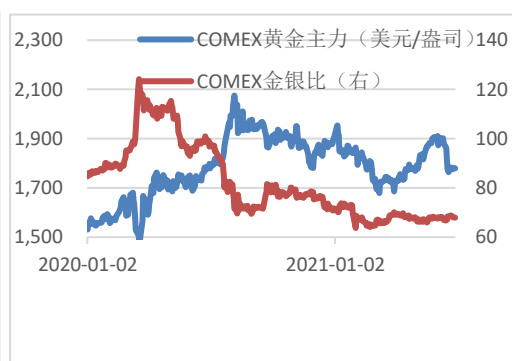
资料来源：Wind 南华研究

图 1：贵金属市场上半年走势呈倒 N 型



资料来源：Wind 南华研究

图 2：银强金弱



资料来源：Wind 南华研究

1.1. 2021.1-2021.3 持续回落

上半年的贵金属行情，可以划分为三段，即第一阶段：2021.1-2021.3 的下跌，第

二阶段：2021.4-2021.5 的反弹，以及第三阶段：2021.6~至今的快速回落，三个阶段涨跌的影响因素则发生着微妙的变化。

首先来回顾下今年一季度行情。一季度黄金走势更多受美经济预期改善拖累。

今年贵金属在迎来元旦节后开门红后，便进入了下跌通道。COMEX 黄金价格从 1 月 4 日的 1945 附近，下跌致 3 月底的 1680 区域，跌幅近 14%。我们认为原因主要有以下：

美疫苗研发取得实质性进展，美国疫苗接种率快速攀升，疫情得到突破性好转，同是疫情对美经济的影响预期边际减弱，美国经济从疫情阴霾中逐渐复苏抬头。经济预期好转下提升通胀预期，市场风险情绪回升，商品及美股获大量资金青睐，黄金及债市则低迷低迷走弱。

其次，美财政纾困计划也进一步刺激美国投资与消费需求，经济增长前景改善。2020 年 3 月以来，美国会已通过三轮财政纾困计划，第一轮为 2020 年 3 月 27 日通过的 2.3 万亿美元，第二轮为 12 月 27 日通过的 9000 亿美元，第三路则为今年 3 月 11 日通过的 1.9 万亿美元。

此外，美指的止跌回升亦拖累贵金属重心下移。美疫苗研发在去年年底取得突破后，美经济复苏预期强于欧美其他国家，另外从货币政策层面看，2020 年的欧美货币政策差距有望在今年逆转，这将推动美指继续走高。今年 1 月以来，美元指数一改颓势，止跌回升，这对贵金属形成利空。

1.2. 2021.4-2021.5 快速反弹

2021 年 4 月之后，贵金属价格一路高歌，黄金价格从 1680 附近拉升至 5 月下旬的 1920 附近，基本收复了一季度的失地，受益于美联储鸽派立场以及对经济前景乐观度的回落影响。

美财政政策角度看，3 月中旬美国通过的 1.9 万亿美元经济刺激计划，致美国经济复苏的利多因素落地。而拜登政府下一轮 8 年期的 2.25 万亿基建计划，则因国共两党收入端意见分歧难平而受阻，因此财政端的利空因素弱化。

其次，3 月中旬美联储 FOMC 会议的鸽派立场，促黄金在 4 月份开启了一轮强势反弹行情。在 3 月美联储会议纪要中，美联储官员们一致认为，尽管经济有所改善，但还远未达到美联储的目标。他们认为为了促进经济进一步复苏，目前货币政策立场仍然合适，没有必要经常调整货币政策前瞻指引。美联储表示经济改善其实路还很长，宽松不会就此结束。这种鸽派论调打压美指走低，同时利多贵金属反弹。对于通胀数据的走高，美联储主席及官员则多次表态通胀的暂时性言论，黄金一路上扬。

另外，3 月中旬美联储宣布补充杠杆 (SLR) 减免将于 3 月底到期，这触发了美债市场的一轮抛售压力，10 年期美债收益率在 3 月下旬加速上行至 1.776%。然而 1.7% 位置已是疫情前美国债市场价格运行重心，尽管美联储及拜登组合拳抑制了经济的进一步下跌。但从长周期看，市场担心刺激政策下美经济的提前透支，将拖累美经济复苏。同时随着美债抛售潮的结束，4 月份美债收益率阶梯式回落，有市场解读为日本投资机构平

仓美债空头头寸所致，这也契合了美指的回落。

另外，美国市场 30 年期国债收益率需求意外强劲，导致美债 30Y 收益率走势，这也拖累 10 年期美债收益率的下行，贵金属价格则强势反弹。

1.3. 2021.6-至今 急跌后震荡

随着五月底公布的美核心 PCE 通胀指数严重爆表，市场担忧美联储在 6 月份议息会议上的宽松立场可能发生改变，黄金结束 4 月及 5 月的连续上涨行情，开始 1900 区域高位盘整。而随着 6 月中旬 FOMC 会议的临近，市场对美联储转鹰的担忧继续升温，黄金也反复下摸 1850 附近支撑。

据 5 月 28 日公布的数据显示，美国 4 月 PCE 物价指数同比升 3.6%，超预期升 3.5%，较前值 2.3% 大幅提高，高于美联储的官方通胀目标 2%。排除波动较大的食品和能源价格之后，4 月核心 PCE 物价指数同比升 3.1%，超预期的 2.9%，较前值 1.8% 大幅提高。

然后，6 月份的美联储 FOMC 会议上传来的鹰派程度仍远超市场预期。美联储上调了 IOER 和 ON RRP 利率，因市场短期流动性严重过剩；本次会议超预期的点在于 6 月点阵图预示 2023 年或将加息两次，核心是加息预期的进一步提前。联储宽松行为虽未结束，但下半年宽松削减的讨论将会成为主旋律。市场预期美联储最早可能在 8 月份杰克逊霍尔全球央行年会上释放 taper 信号，年底可能正式实施 taper。

美联储基调在疫情后首次转鹰，且鹰的力度远超市场预期，对整个金融市场造成剧震：美元指数强势突破 92 上方，美债 2 年期收益率快速飙升，美股重挫，贵金属及商品市场亦遍地哀嚎。而次日，具有 2022 年美联储 FOMC 议息会议投票权的美联储官员布拉德，继续补刀传递鹰派信号，贵金属进一步下跌。COMEX 黄金在议息会议后两天内从 1866 最低下触 1767，最深跌幅接近 100 美元/盎司；白银两天跌幅已达近 2 美金/盎司。

随着利空消息的消化，以及贵金属超卖指标的修复需求，6 月下旬以来贵金属进入震荡盘整区。消息面及数据面的真空，挤压贵金属在 1760-1800 区间内窄幅震荡。

第2章 宏观影响因素解析

上半年贵金属市场的剧震，主要是受到了疫情下美国经济复苏程度，以及美联储货币政策的动向及预期的影响。我们认为美联储货币政策态度，将是影响贵金属下半年走向的核心因素。此外，美刺激性财政政策进展，也将影响到美国经济复苏进程，并进而影响美货币政策操作空间。

美联储货币目标是充分就业、经济增长以及通胀稳定。因此，下半年我们需着重关注表征美国就业率、经济增速以及通胀率的指标，这些指标将决定美联储下半年货币政策的收缩速度及程度，并进而影响利率端、市场流动性、美元指数及贵金属的走势。

2.1. 实际利率有望回升，利空黄金

上面我们提到，贵金属的走势将受到利率及通胀指标的影响。从经济学意义上来说，实际利率是购买黄金的机会成本，因此与贵金属价格负相关。实际利率=名义利率-通胀预期。但现实经济中，往往因呈现利率与通胀的同涨后同跌，而同时形成多空交织影响，进而难以研判贵金属走势。庆幸的是，实际利率这个指标可以很高的指引贵金属价格方向。此外，相较于中短期美债利率，10Y 美债实际利率与黄金价格更显著地呈现出负相关，这或许与黄金的特殊金融属性相关，黄金一般都是作为长期投资资产存在。

目前 10Y 美债实际利率处于负值水平，从中期看，美债实际利率有回归正值的需求。长时间的负实际利率，将导致经济的盲目扩张，从而加剧通胀，因此从货币政策层面看，美联储是无法容忍长时间的负实际利率的。而美债实际利率的走高将打压贵金属价格中期继续向下。

那么下半年的美 10Y 实际利率有将何去何从呢？我们认为下半年美实际利率将缓慢爬升，而不会重蹈 2013 年年中时快速上涨情形。前面我们已经提到，鲍威尔执掌美联储后推出了点阵图，因此市场消化美联储 QE 缩减的周期将拉长，且美联储官员也已在不断向市场传递 QE 缩减预期。因此，我们预计下半年美联储宣布 QE 缩减计划后，不会引起市场巨浪，美债实际利率升势料平缓。

美债实际利率如在下半年如期缓慢爬升，则黄金价格重心有望小幅下移。

图 3：美实际利率有望从负值缓慢爬升，中期将转正



资料来源：Wind 南华研究

2.2. 美债 10Y 收益率将继续走高

从分项指标看，我们认为中期美 10Y 国债收益率有继续走高需求。

美联储 10Y 收益率曾在 2020 年 3 月刷新历史新低至 0.57%，受美联储 2020 年 3 月份大肆放水影响，但随后逐渐回升至今年 Q1 末的 1.7% 附近，主要因市场对新冠疫情对美经济冲击的判断趋于理性化，市场更认为疫情冲击将是短期的，长期受影响程度将较低，因此长端利率回归。

但二季度以来，美债 10Y 收益率重心略有下移，30Y 收益率亦走低，同时美指亦走低，市场预期可能是日本投资机构平仓美债空头所致。其次，美国市场充裕的流动性，也导致美股与美债价格同时走高，我们从近期美国逆回购规模持续创新高，也可以看出流动性的泛滥。而美财政部 TGA 账户的泄洪，可能是流动性泛滥的主因之一。此前 2021 年 2 月，美国财政部宣布将在 4 月前将 TGA 余额减半，并在 6 月底前削减至 5000 亿美元。同时商品价格冲高回落也抑制了美债 10Y 收益率。

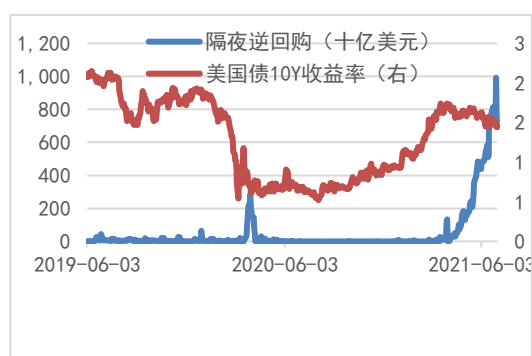
展望下半年，随着美财政部 TGA 账户泄洪进入尾声，美市场上流动性泛滥局势或改观，另外，下半年美劳动力市场有望加速复苏下，美国经济数据料乐观，市场风险偏好仍将继续上涨，美债 10Y 收益率有望止跌回升。

但美经济的相对强劲亦将增加美债在国际市场上吸引力，美债 10Y 收益率涨幅恐受限。

另外，根据彭博社调查数据显示，市场亦倾向于美 10Y 国债收益率继续上行的判断。暗示市场对美经济未来两年的复苏前景依然预期良好。

在通胀预期不变的前提下，美债 10Y 期收益率与黄金价格呈现一定负相关性。

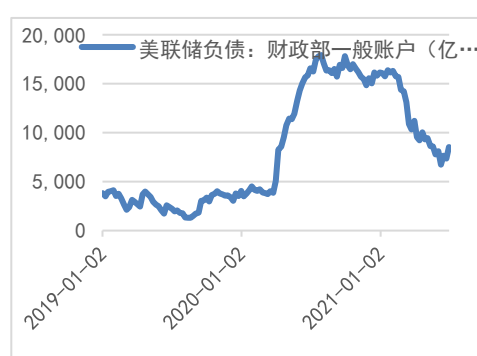
图 4：美国隔夜市场逆回购规模飙升



资料来源：Wind 南华研究

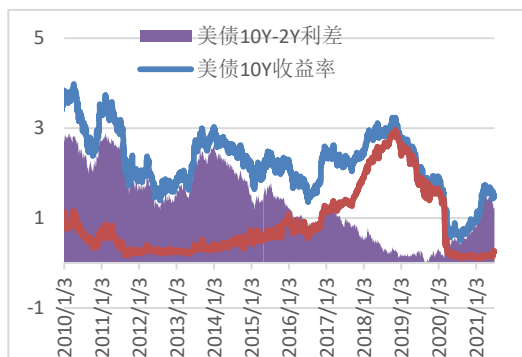
图 6：美债 10Y 收益率仍处于历史较低水位

图 5：美财政部 TGA 账户大幅下降

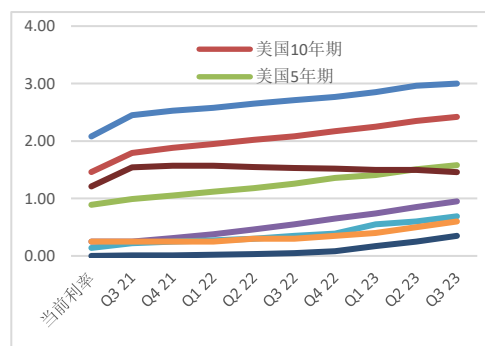


资料来源：Bloomberg 南华研究

图 7：市场预期美债 10Y 收益率将继续走高



资料来源：Wind 南华研究



资料来源：Bloomberg 南华研究

2.3. 下半年通胀将从商品转向服务，但长期通胀预期或回落

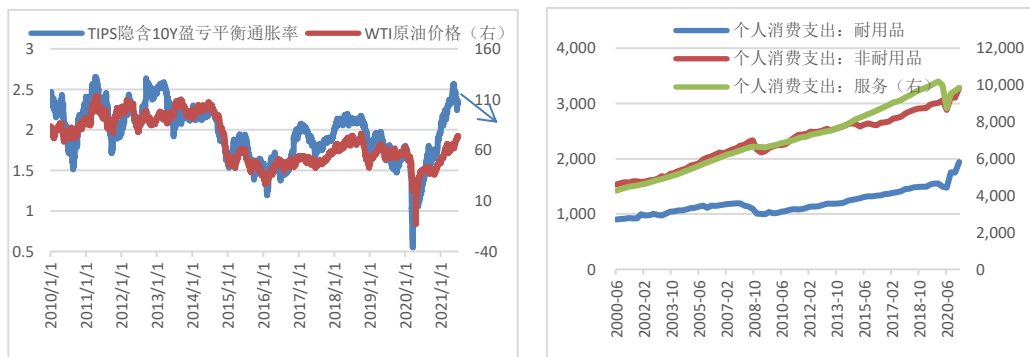
我们预期下半年美国通胀将先跌后涨。受去年疫情影响后流动性旺盛及供应端中断影响，全球商品市场大幅走高，叠加今年经济的复苏带动需求端回暖以及去年同期低基数因素，美国各项通胀指标大幅走高。今年3月份以来，美国CPI、PCE物价指数皆远超市市场预期及美联储长期通胀目标，引发通胀预期的走高。通胀预期则会影响美联储货币政策的选择。

随着低基数因素减弱，且商品市场冲高回落预期，下半年因商品引发的通胀水平有望回落。而从美国经济复苏的分支来看，目前除服务业外，其他行业已经恢复至疫情前水平，且有过热风险。而下半年随着美国疫情的进一步好转，服务业需求报复性反弹有望分流商品需求，叠加就业恢复下收入水平的提高，下半年服务业通胀有望对商品通胀形成补充。而美国经济以服务业为主，因此服务业的回暖仍有望支撑美下半年通胀继续小幅走高。

但从影响黄金价格的长期通胀预期看，下半年通胀的继续高企会促使美联储过早收缩流动性，从而损及美长期经济增长动能及通胀预期。从近几期美联储FOMC会后声明来看，美联储对于加息的预期已有明显转鹰。另外，美国10Y盈亏平衡通胀率已达到了08年金融危机后的高点，下半年有回调压力，料对贵金属形成利空。

图8：美10Y通胀率有望回落

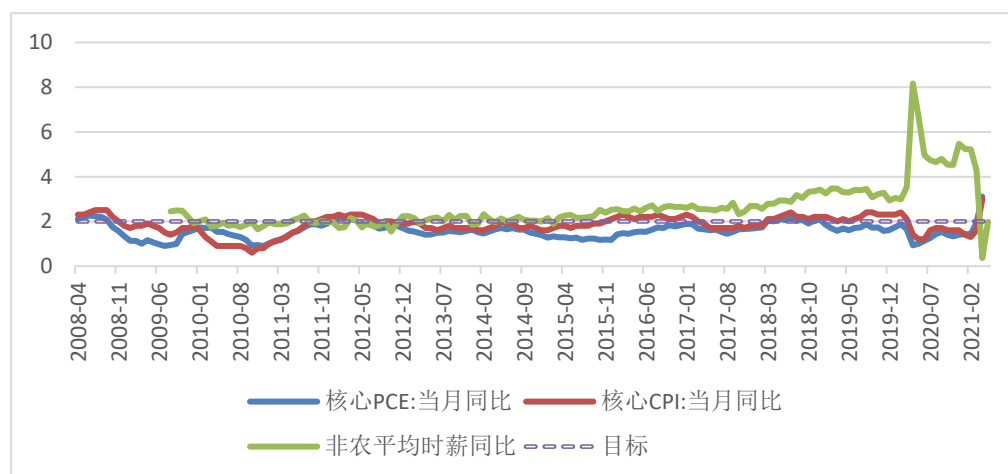
图9：美国仅服务业支出未恢复至疫情前水平



资料来源: Wind 南华研究

资料来源: Wind 南华研究

图 10: 4-5 月, 美核心 PCE 及 CPI 皆大幅走高, 远超 2%长期通胀目标



资料来源: Wind 南华研究

2.4. 美经济复苏料提振美指继续走高, 利空贵金属

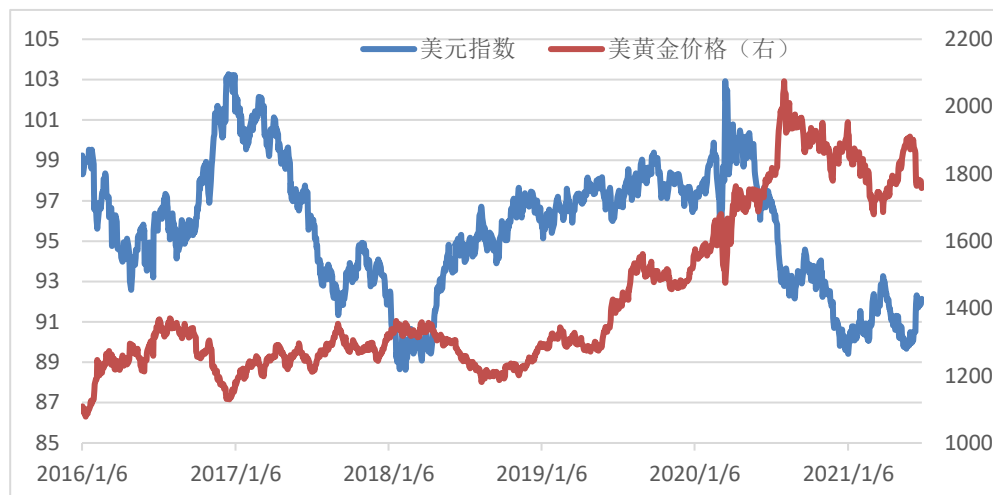
从全球经济复苏进程来看, 美国较外围经济体复苏更强劲, 一方面受益于美联储极度宽松货币政策的刺激, 另一方面美财政刺激纾困计划也是美经济复苏的助推器。

更要关键的是, 美国疫情恢复程度远超其他经济体, 目前美国疫苗完全接种率已达 47%, 且有近半的美国地方州接种率已经超过 50%, 且这些州集中在经济发达地区; 第一针接种率约 54%, 皆超欧元区经济体。疫苗接种是目前全球对抗病株的最佳方式, 且美疫苗对抗当下 DELTA 及变异病株有效性较欧洲更强, 也直接造成美经济复苏程度及前景较欧洲更优。欧美经济复苏反差将提振美元指数继续走高, 从而利空贵金属。

英国市场看, 尽管英国疫苗完全接种率及第一针接种率皆超美国, 但近期英国单日新增确诊人数重回 2 万上方, 因英国部分疫苗对 DELTA 变异病毒效果不佳所致。英国疫情的反复将拖累英国经济复苏, 英镑兑美元汇率料走低, 美元指数则将获益走高。

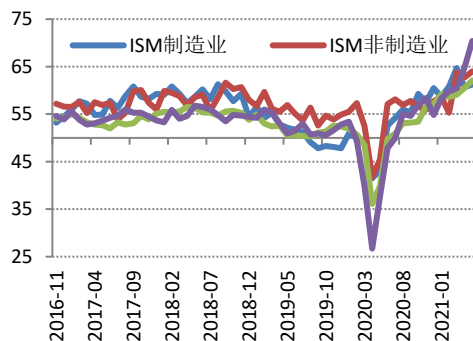
此外, 全球经济的逐渐复苏亦提升市场风险偏好, 这削弱下半年贵金属的避险魅力。

图 11：美元指数在短期内与贵金属价格有一定负相关性。



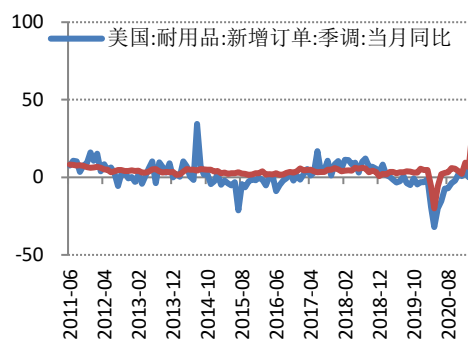
资料来源：Wind 南华研究

图 12：美制造业及非制造业全面复苏



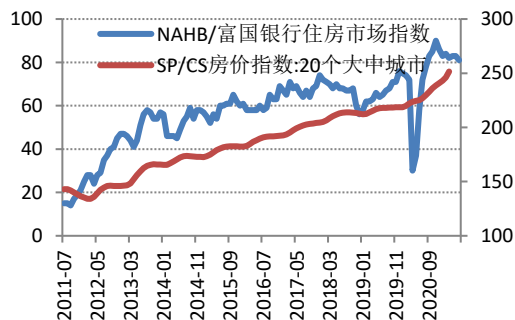
资料来源：Wind 南华研究

图 13：美耐用品及食品销售亦强劲



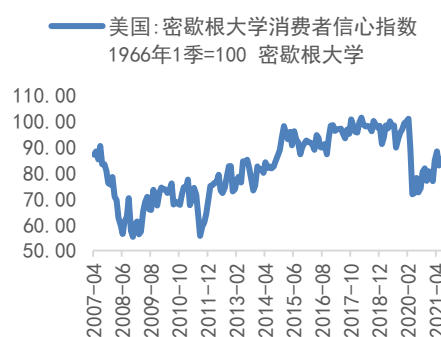
资料来源：Wind 南华研究

图 14：美房屋市场价格大涨



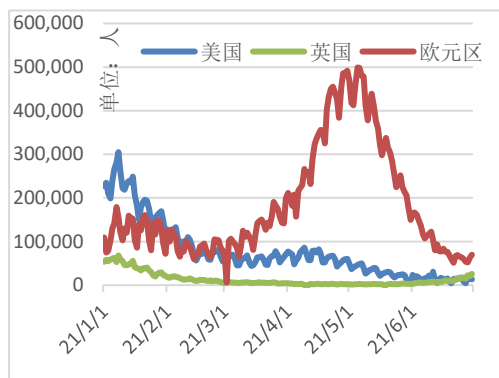
资料来源：Wind 南华研究

图 15：消费者信心回升，但仍未恢复至疫情前



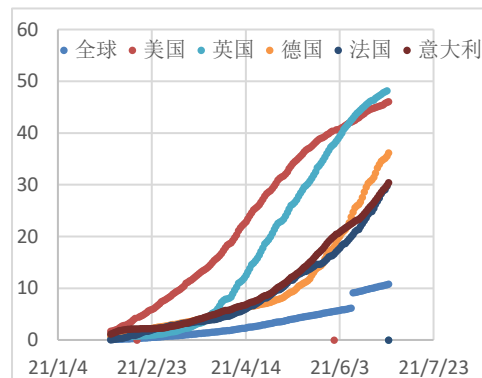
资料来源：Wind 南华研究

图 16: 美疫情控制好于英国及欧元区



资料来源: Wind 南华研究

图 17: 美完全接种疫苗率 (%) 高于欧元区



资料来源: Wind 南华研究

2.5. 以史为鉴

2008 年美国次贷危机后, 美联储推行了 3 轮 QE 以及极低的 0 利率政策。从 2008 年美国次贷危机后美货币政策对贵金属走势的影响看, 我们认为目前贵金属所处阶段, 或许可以参考 2013 年年中以后的行情走势。

美联储在 2013 年 5 月 22 日向市场传递考虑 QE3 缩减信号后, 因当时美联储并没有一个好的信息传递机制, 市场对该突发利空消息消化不良, 引发市场恐慌性波动, 贵金属市场亦遭受恐慌性抛售。但随着市场对美联储缩减 QE 解读的加深, 以及美联储内部当时尚未就 QE 缩减达成一致实施方案下, 黄金亦快速反弹并修复部分恐慌性跌幅。在美联储于 2013 年年底宣布正式缩减 QE 规模前, 整个黄金市场 6-12 月的走势呈现震荡下跌的行情。在整个 QE 缩减至退出期间, 即 2014 年, 黄金亦震荡下跌。直至美联储与 2015 年年底宣布正式回归加息通道, 黄金才止跌企稳。

图 18: 美实际利率有望从负值缓慢爬升, 中期将转正



资料来源：Wind 南华研究

反观当下，当前美联储货币政策的局势接近于 2013 年年中时。但区别在鲍威尔掌管美联储后，美联储已经推出了点阵图，意在更好地、更通畅地引导市场预期。另外，美联储在去年 8 月调整了平均通胀目标制，即使超过 2%，也能容忍。因此市场恐不会出现 2013 年时的剧烈波动，但综合反应仍有参考意义。从 QE 缩减的时点看，我们预计鲍威尔最早会在 2021 年 8 月份杰克逊霍尔的全球央行会议上讨论 QE 缩窄问题，而正式执行 QE 缩窄的时点可能会在今年年底或明年年初。

从下半年的行情预期看，我们预计 8 月前的黄金走势，或因利空消息的相对真空期，呈现震荡反弹行情，但反弹高低仍有限，8 月前仍需重点关注美国就业数据。但当美联储正式进入讨论 QE 缩减计划时期后，黄金重心将继续震荡向下，直至 QE 缩减计划正式执行。因此预计 8 月底后的黄金走势将震荡向下。整体下行趋势则将放缓，因 QE 仍极其宽松。

第3章 基本面因素分析

截止今年一季度，全球黄金总需求同比下滑 23%，受 ETF 及类似产品的黄金投资净流出 177 吨影响，自去年四季度以来，ETF 及类似产品的黄金投资已连续 2 个季度大幅净流出。相比之下，受疫情好转提振，全球包括珠宝首饰及金条金币在内的实物购金量已有明显恢复，分别较去年同期上涨 52%及 35%。但环比看，全球实物金需求较去年四季度回落，主要因上半年第二轮疫情来势更凶，影响全球珠宝首饰需求，特别是印度市场第二轮疫情曾接近失控，严重影响印度国内珠宝首饰消费。

供给面，一季度全球黄金供应量同比小幅回落 4.4%至 1096 吨。自去年二季度以来，全球再生金供应热情持续高涨，一季度回收量达 270 吨，再生金供应量与金价相关。但同时期全球央行则不断增加黄金储备。今年一季度全球央行购金 95 吨。矿产金的供应受疫情影响则较弱。

我们预期下半年实物黄金将呈现需增供降，但供需矛盾仍不足以成为影响下半年贵金属价格走势的核心因素。而且，黄金市场投资需求的高敏感性，仍值得市场密切关注。我们预计下半年黄金 ETF 基金减持力度将趋缓，这将削弱黄金继续下跌的动能。

表 2：疫情下全球黄金需求大幅回落，因投资需求下降

单位：吨	2021. Q1	2020. Q4	2020. Q1	环比%	同比%
需求量:黄金:总计	815.72	813.73	1,059.88	0.24	-23.04
珠宝首饰:合计	477.37	510.91	313.20	-6.56	52.42
工业:合计	81.22	84.02	72.91	-3.33	11.40
投资:合计	161.64	139.45	549.65	15.91	-70.59
投资:金条及硬币	339.50	269.42	250.52	26.01	35.52
金条	225.75	170.52	157.29	32.39	43.52

官方硬币	95.70	78.43	78.74	22.02	21.54
奖牌/仿币	18.05	20.47	14.49	-11.82	24.57
投资:ETF 及类似产品	-177.86	-129.96	299.13	36.86	-159.46
供应量:黄金:总计	1,096.20	1,197.89	1,146.49	-8.49	-4.39
矿产:合计	825.99	871.97	851.44	-5.27	-2.99
矿产:矿成品	850.99	900.03	816.74	-5.45	4.19
矿产:生产商对冲	-25.00	-28.06	34.70	-10.91	-172.05
再生金:合计	270.21	325.92	295.05	-17.09	-8.42
央行售金/购金:合计	-95.49	-79.35	-124.12	20.34	-23.07

资料来源: Wind 南华研究

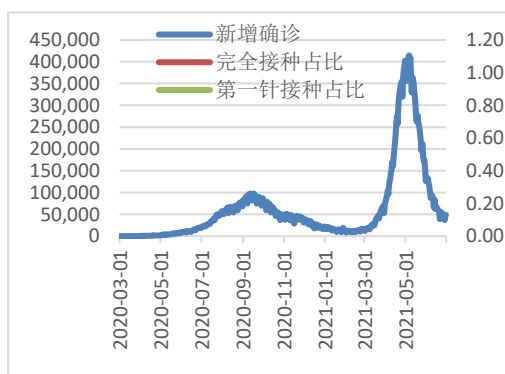
3.1. 黄金需求将小幅改善

我们认为下半年黄金需求有望回暖。

首先,印度实物金需求仍未恢复至疫情前水平,随着印度第二轮疫情新增人数明显回落,疫苗接种率的提高,印度下半年经济有望继续复苏,印度可支配收入亦将回升,这将提振印度市场实物金消费的回归。

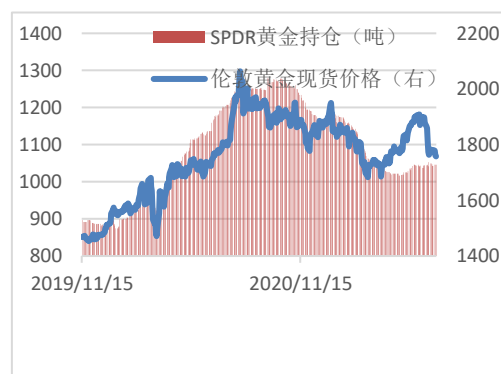
其次,从变化最敏感的投资需求看,去年三季度以来,全球最大黄金 ETF 基金持仓已减持近 250 吨,或 20%,但二季度减持力度已明显削弱,边际减持动能正在下降,预计后市对黄金需求的利空影响也将淡化。

图 19: 印度疫情将继续好转, 疫苗接种率上升



资料来源: Wind 南华研究

图 20: 黄金 ETF 基金减持动能下降



资料来源: Wind 南华研究

3.2. 黄金供应或微降

我们判断下半年黄金供应也将提高。从历史数据看,黄金矿产金供应呈现强季节性,

下半年产量往往高于上半年；同比看，疫情对全球生产端的破坏力正在弱化，今年下半年矿产金供应亦有望高于去年同期。

但是，下半年再生金供应料下降。金价在去年 8 月创新高后，下半年再生金市场供应亦旺盛，但今年以来，贵金属重心明显下移，再生金供应料回落。

从央行购金角度看，黄金在央行资产配置中的角色愈发重要。在全球流动性充裕的当下，各国央行对国内通胀以及金融危机的担忧，促使央行增加黄金储备比例。中长期看，央行净买入黄金仍将是大概率，黄金作为硬货币的功能将更加突出。

综合看，我们预计下半年黄金供应后略降。

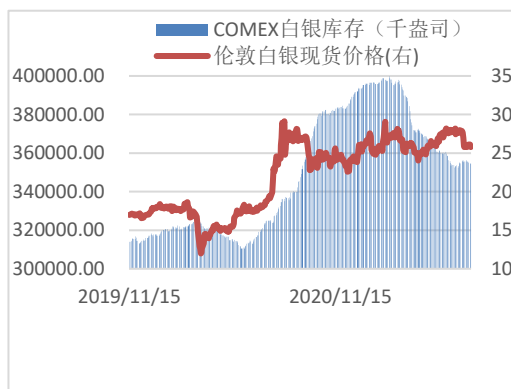
第4章 白银需求强劲致银强金弱

今年上半年以来，白银价格总体维持区间震荡行情，走势强于黄金，主要受基本面需求强劲支撑。上半年 COMEX 白银库存明显下滑，表明现货市场的紧缺；白银 ETF 基金持仓则维持高位盘整，今年一季度是创历史新高，表明基金投资白银热情仍高涨。

预计下半年白银基本面偏紧将加剧，银强金弱格局将延续。中线看白银则有望领先黄金，率先走出上涨行情。

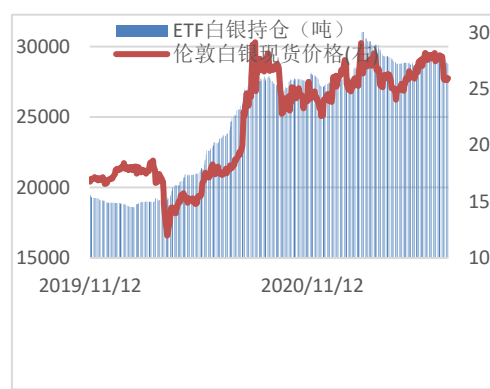
受益于疫情好转带来的经济复苏势头，以及白银在工业上的强劲发展前景，下半年白银供需基本面料进一步趋紧，白银价格有望获得强支撑。白银工业需求占总需求半壁江山。银传统消费领域首饰、银币银条奖牌等需求，有望随着疫情控制及经济修复，下半年将继续回升。电子产品新品渗透率不断提升，5G 网络普及，新能源车逐渐放量，以及光伏行业长期景气预期，将使白银工业制造部门的需求改善更为显著。

图 21：高需求下白银库存持续回落



资料来源：Wind 南华研究

图 22：白银基金投资热情仍坚挺



资料来源：Wind 南华研究

第5章 行情预测及策略推荐

5.1. 2021 年下半年展望：震荡下跌 银强金弱

我们认为，下半年黄金价格重心将继续下移，但跌势会放缓。中期看，黄金价格仍未见底。而白银或受益于强劲的需求基本面，呈现银强金弱格局。

首先，美实际利率是决定黄金中长期走势的核心要素，美实际利率的走高将利空贵金属。目前美实际利率已处于罕见负值区间，下半年有小幅走高需求。我们认为，下半年将呈现美债 10Y 收益率的走高，以及通胀的高位运行，但长期通胀预期则有望回落。

预期美债 10Y 收益率在流动性泛滥程度下降以及经济复苏提升市场风险偏好下，将止跌回升，但美经济的相对强劲亦将增加美债在国际市场上吸引力，美债 10Y 收益率涨幅恐受限。通胀方面，下半年通胀难以快速回落，因美国经济复苏下，美耐用品通胀走高有望弥补商品通胀回落，但 10 年期盈亏平衡通胀率或有回落需求。

其次，受益于美国经济复苏相对强劲，下半年美元指数亦有望继续走强，美元指数走强将进一步打压贵金属价格。

第三，从基本面看，下半年黄金市场实物需求有望继续复苏，投资需求下降幅度将趋缓，主要基于对印度市场疫情好转的预期。但基金面供需仍不足以成为影响下半年黄金价格的主因。但高敏感性的投资买需的变化，仍值得投资者密切关注。

第四，以史为鉴，我们预计在 8 月份杰克逊霍尔全球央行年会召开前，黄金或因利空消息的相对真空期，呈现震荡反弹行情，但反弹高度仍有限，8 月前仍需重点关注美国就业数据。在杰克逊霍尔全球央行年会上，鲍威尔或将释放 QE 缩减信号，这将触发黄金继续震荡向下，直至 QE 缩减计划正式执行。因此预计 8 月底后的黄金走势将震荡向下。整体下行趋势则将放缓，因 QE 仍极其宽松。

而白银强劲的需求预期将支撑白银价格保持良好的抗跌性，下半年贵金属市场金弱银强格局将延续。

5.2. 策略推荐

操作上建议波段操作为主，因下半年黄金大概率呈现震荡偏弱行情，且 8 月下旬前仍有望小幅反弹。上方反弹阻力位在 1800，强阻力 1825-1830 区域；下方第一支撑位 1750 区，跌破后将下指 1670 前低。

另外，在预期黄金下半年不会大跌的前提下，对冲上可多银空金。

5.3. 风险提示

1, DELTA 变异病株失控；2, 美就业复苏缓慢致美联储货币政策推迟收缩 QE；3, 美债上限问题，引发金融市场动荡；4, 其他地缘政治危机。

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，如与南华期货股份有限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股份有限公司的立场，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股份有限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。未经南华期货股份有限公司允许批准，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“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货

股票代码：603093



南华期货营业网点