



2014年9月28日

贵金属季报

## 加息预期主导市场情绪 金银难言逆转

贵金属分析师：  
唐琴

联系方式：18688707180

邮箱：  
tangqin@szjqh.com

### 观点综述：

结合基本面和消息面来看，黄金和白银要想逆袭是相当困难。今年7月份以来，黄金和白银就持续下行；且黄金自从8月末跌破200日均线之后，就一直在下降趋势中越走越远。而白银更是在9月份破位下行，走势疲弱不堪。黄金重心逐渐走低，使得未来测试1180-1200底部区间的可能性正在增强，从目前任何指标来看，都鲜有能暗示市场会出现重大反转的迹象。黄金和白银的弱势格局将延续到第四季度。预计第四季度黄金价格将在1100-1280美元区间弱势震荡；白银有望延续弱势，16-18.5美元区间运行。操作上，建议以以空头思路对待；反弹抛空为主。

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.szjqh.com



### 第三季度行情回顾

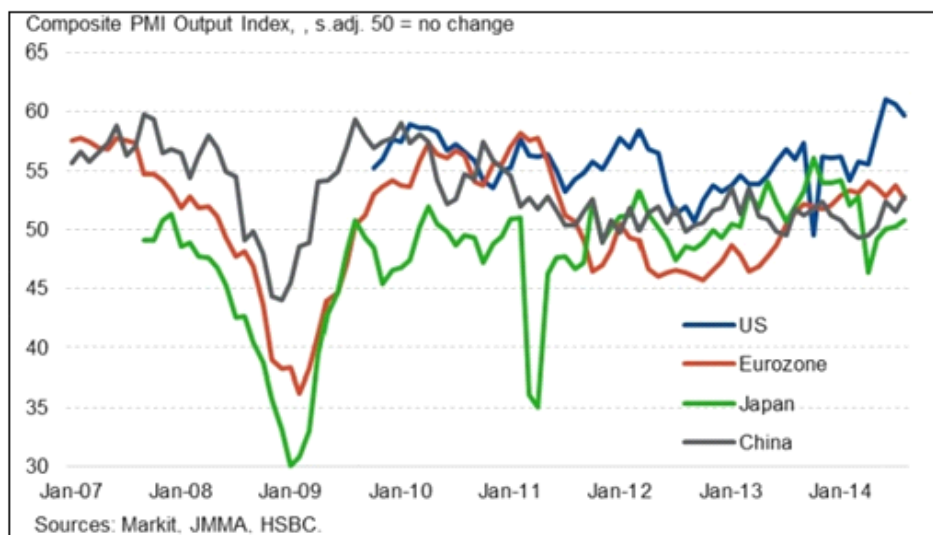
美国经济数据靓丽，加息预期下更是促使美元创下 11 周连阳，表现强劲。非农货币持续承压，美欧两者差距进一步加大。贵金属持续承压，空头主导下连连收阴。截止今日，COMEX 黄金主力合约价格在 1220 美元/盎司上下，第三季度最高上探 1346.8 美元，最低一度跌至 1206 美元一带，本季度累计大跌 8.18%；COMEX 白银主力合约今日价格在 17.5 美元上下，第三季度最高攀升至 21.63 美元，最低下探至 17.5 美元一带，第三季度整体暴跌 16.88%。国内金银追随外盘走势，表现相当疲弱。截止今日，上海期货交易所黄金主力合约价格运行至 243 元/克附近，第三季度黄金主力合约价格在 239.35-269.35 元/克之间运行，季度下挫 8%；白银主力合约目前价格下跌至 3825 元/千克附近，季度价格运行区间为 3724-4425 元之间，季度暴跌 11.44%。10 月伊始，市场将迎来欧洲央行决议，美国方面也会公布一月一度的市场“盛宴”非农数据。欧美宏观政策较为明朗，贵金属料难言逆转。

### 第四季度行情展望

#### 美国经济总体良好，

美国经济数据好坏不一，总体表现良好。房市数据方面，房地产市场有所分化，8 月二手房销售大幅不及预期，但新屋销售表现强劲。数据显示，美国 8 月新屋销售总数年化 50.4 万户，创 2008 年来新高；8 月新屋销售环比激增 18%，创 22 年新高。但抵押贷款申请数据下滑，FHFA 房价数据升势放缓，创 4 个月低位；另外，成屋销售惨淡，表明房市表现仍存在较大隐患。楼市数据的走强进一步加强了美联储加息步伐越来越近的预期，这也和消息面产生了共振效应。

美国 9 月密歇根大学消费者信心终值 84.6，略不及预期的 84.8，与初值持平，好于 8 月的 82.5，创 14 个月新高，也是 2007 年 8 月以来第二高。美国 9 月制造业 PMI 初值为 57.9，持平于 8 月，仍旧处在 52 周以来的最高水平，一些地区制造业和服务业成长加速，预示着美国第三季度经济增长或将强劲。继一季度经济增速创五年新低后，二季度美国经济大反弹。在零售销售与外贸数据明显增长的带动下，今年第二季度美国 GDP 增速创十个季度新高，增长率连续两次上修，体现了经济增长强劲反弹的势头。考虑到美联储今年的 GDP 增长目标是 2.0%-2.2%，未来两个季度美国经济增长都应在 3% 左右，才能达到美联储的预期。所以，接下来的争论焦点就变成，下半年美国经济是否能维持 3% 左右。

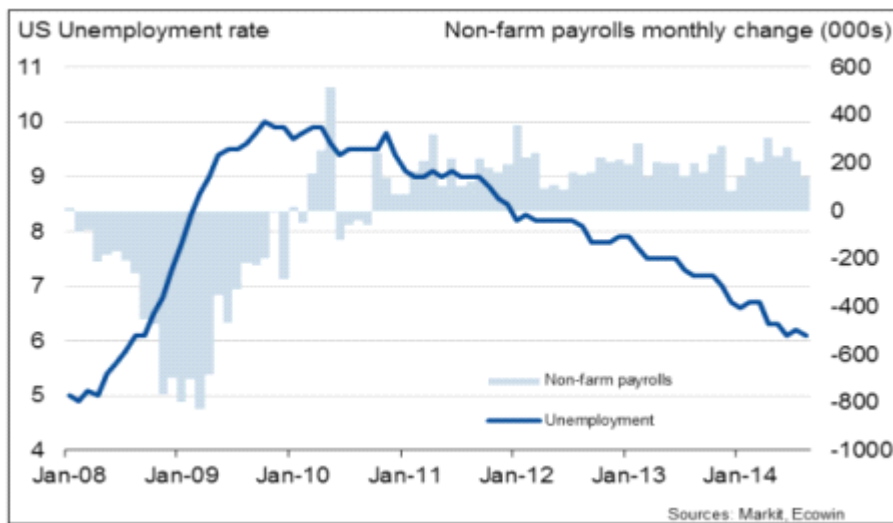
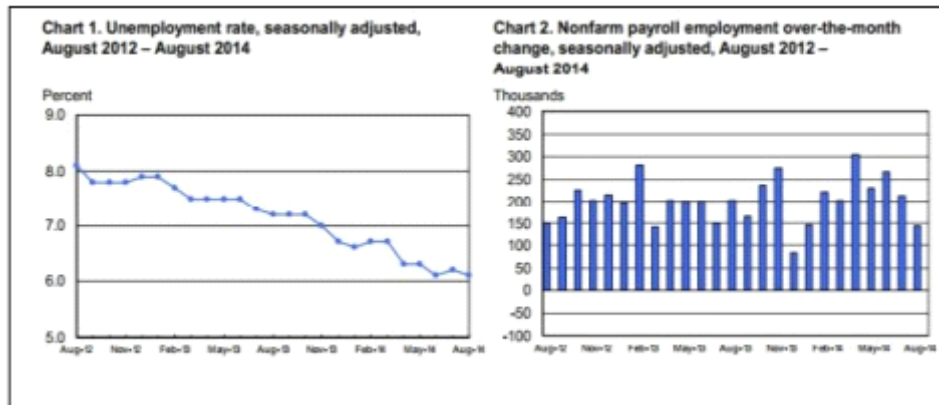


以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

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。



就业数据显示，美国8月非农就业数据表现令人大跌眼镜，就业增速放缓至今年以来最低水平，反映劳动力市场最近的增长态势有所放缓。投资者将密切关注美国9月非农就业人口数据。市场普遍预期美国9月非农将回升。



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。



美联储决策者GDP预期对比				
实际GDP同比增长 (%)	2014	2015	2016	2017
2014年9月会议预期	2.0 to 2.2	2.6 to 3.0	2.6 to 2.9	2.3 to 2.5
2014年6月会议预期	2.1 to 2.3	3.0 to 3.2	2.5 to 3.0	n.a.

美联储决策者失业率预期对比				
失业率 (%)	2014	2015	2016	2017
2014年9月会议预期	5.9 to 6.0	5.4 to 5.6	5.1 to 5.4	4.9 to 5.3
2014年6月会议预期	6.0 to 6.1	5.4 to 5.7	5.1 to 5.5	n.a.

通胀方面,美国 20 年期债券/通胀指数在 7 月触底之后也开始翻转上行。尽管通胀从长期来看对黄金有一定的刺激作用,不过在市场焦点指向“加息”的背景之下,短中期推低黄金的可能性更大。

美联储决策者通胀预期对比				
PCE 通胀 (%)	2014	2015	2016	2017
2014年9月会议预期	1.5 to 1.7	1.6 to 1.9	1.7 to 2.0	1.9 to 2.0
2014年6月会议预期	1.5 to 1.7	1.5 to 2.0	1.6 to 2.0	n.a.

美联储决策者核心通胀预期对比				
核心通胀 (%)	2014	2015	2016	2017
2014年9月会议预期	1.5 to 1.6	1.6 to 1.9	1.8 to 2.0	1.9 to 2.0
2014年6月会议预期	1.5 to 1.6	1.6 to 2.0	1.7 to 2.0	n.a.

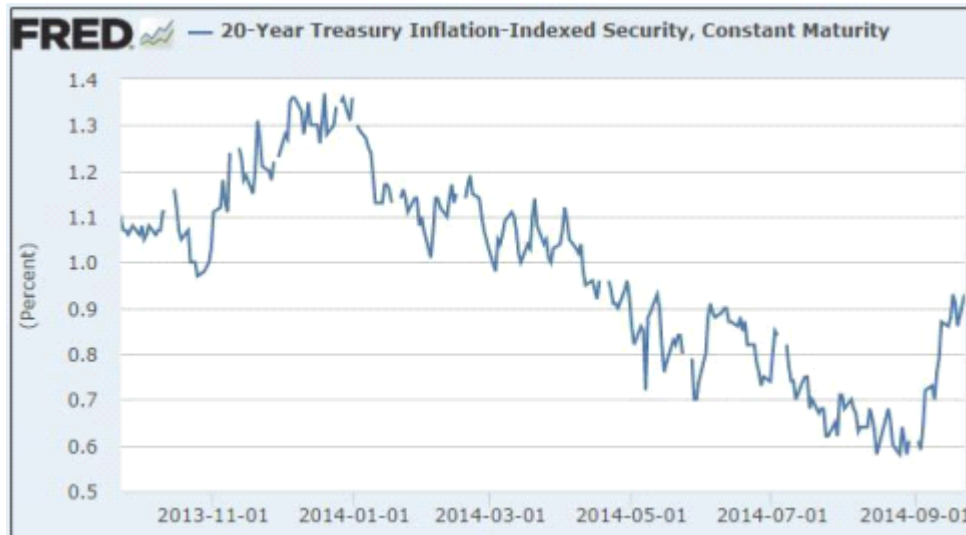
注: 1、实际GDP增长率与通胀率预期期间均为,图表所示年份第四季度至该年份上一年第四季度。2、失业率预期期间为图表所示年份第四季度平均平民失业率。

数据来源:美联储

中文注解:华尔街见闻

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。



随着美国经济的向好，美元上涨有了坚实的基础。再加上美国经济复苏较好，美联储货币政策出现了转向。而通胀压力的减缓又进一步抑制了黄金的避险需求。因此，利空压制下金银难言逆转。

### 美联储酝酿加息，美元气势如虹

2008年金融危机爆发后，全球经济一致走弱、各国货币政策也一致趋向宽松，很多国家利率水平接近0。但随着金融危机高峰过去，一些国家的经济逐步好转。但也有不少依旧在泥沼中挣扎。这时，货币政策的差异又将显现。今年3月新西兰开始加息，是第一个加息的发达国家。美国将于下个月结束量化宽松政策，并考虑何时开始加息。而欧洲央行却在近期开始实施负利率，并宣布了一些类似量化宽松的政策。瑞典最近也下调了利率。为了获得更高的回报，资本倾向于流入利率可能上升的国家。

美联储内部鹰鸽纷争立场鲜明，由此前鸽派官员占主导，转变为双方势均力敌。从这个信号上来看，美联储似乎距离加息又进一步了。埃文斯(芝加哥联储)、杜德利(纽约联储)、柯薛拉柯塔(明尼阿波利斯联储)一致呼吁，耐心等待加息时机；而鹰派阵营中，布拉德(圣路易斯联储)、费舍尔(达拉斯联储)此前呼吁美联储应考虑在2015年初加息。

对比2014年的FOMC会议不难发现，除了6月会议引发了黄金反弹之外，其他几次决议均导致了金价的下行。唯一的例外是由于美联储调降了经济前景预期。很明显，消息面上，QE规模逐渐减少并最终将在10月结束的现状是黄金下行的推动因素。

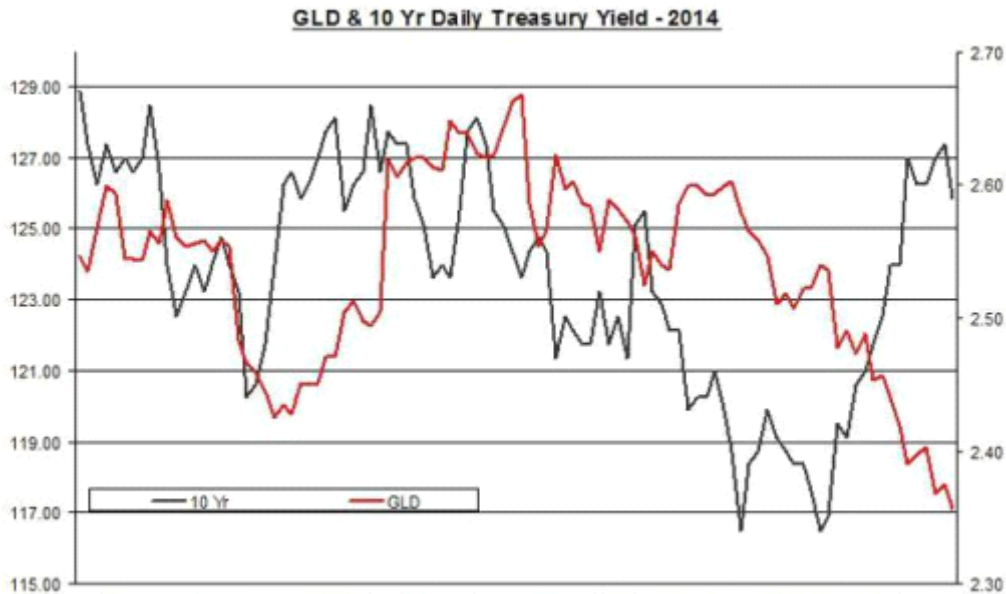
进入7月之后，市场预期美联储第一次加息的时间从2015年第三季度提前到了第二季度。与此同时，黄金和美国10年期国债收益率就开始了“南辕北辙”。显然，只要这种(提前)加息预期依然存在，黄金就很难有抬头的机会。而美联储的则可能在明年年中加息，这将支持美元的继续上涨。

随着三季度即将结束，许多投资者正上修对美元的预估。美国经济持续复苏，美联储又在酝酿加息，基本面显示，美元还有上行空间。期货市场头寸已经显现调整迹象，空头头寸近几周变得更为谨慎。美元的强劲也预示着贵金属牛市难再现。

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。

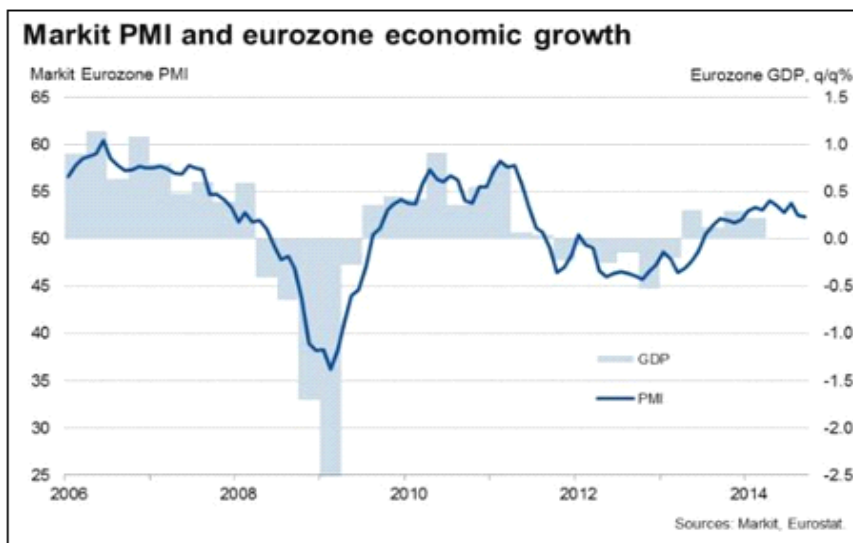
免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

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



### 欧洲区复苏乏力

欧元区是市场关注的另一焦点。欧元区经济复苏乏力，商业扩张速度创下年内新低。Markit 数据显示，9月欧元区综合 PMI 初值降至 52.3，创下自 2013 年 12 月以来新低。截止 9 月的综合 PMI 季度均值为 52.9，同样创年内新低。产出增速和需求放缓，就业增长再次变得毫无起色，企业继续降价以求客户，最终将加剧市场对欧元区面临通缩的担忧。

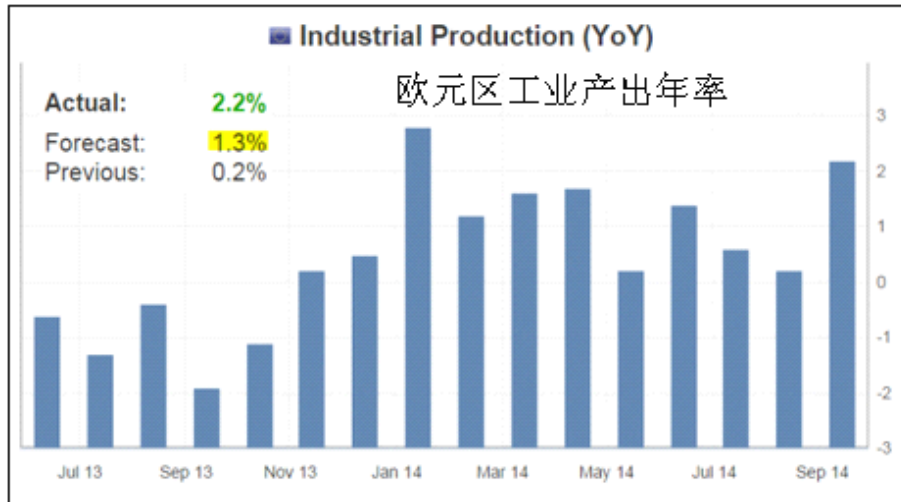


意大利陷入衰退、法国制造业发展停滞和整个地区的失业率高企等问题的解决难以一蹴而就。对欧洲央行执委会来说，欧元持续贬值可能是抗击通胀放缓的最后一个实际选择。德拉吉可能激起日本央行行长黑田东彦的效仿，通过狙击货币来对抗通缩。

欧洲央行希望欧元的贬值快速提高进口物价，并刺激出口。市场少数人预计欧洲央行可能启动包含大规模国债购买的 QE。通过令欧元贬值，德拉吉已经为欧元区提供了一定程度的刺激。对于德国和其他出口国，这无疑是一份大礼，欧元贬值令它们在国际市场上的竞争力进一步提升。这一点从德国 7 月贸易帐和工业产出数据中可见一斑：德国 7 月贸易帐录得盈余 234 亿欧元，按年增加 71 亿欧元或 43.6%，创历史新高；经季节性因素调整后，盈余为 222 亿欧元。

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。



欧洲央行行长德拉吉昨日在欧洲议会上作季度证词时表示，欧元区经济复苏正在失去动能，失业率高得无法接受，欧元区经济复苏面临的风险明显偏下行，将密切监控通胀前景面临的风险。调查结果显示，欧元区第三季度 GDP 至多增长 0.3%，德国增长 0.4% 的拉动效应为法国和意大利的停滞所抵消，其他国家的增速也是一片萧条。欧元区 9 月服务业 PMI 初值 52.8，预期 53.0，前值 53.1；综合 PMI 初值 52.3，创 9 个月新低，预期 52.5，前值 52.5；制造业 PMI 初值 50.5，预期 50.6，前值 50.7。欧元区 9 月复苏继续乏力，商业扩张速度创年内新低，产出增速和需求放缓，就业增长毫无起色，企业继续降价以求客户，或加剧市场对欧元区通缩的担忧。德国制造业进一步下滑，法国略有改善，表明德国经济受乌克兰危机影响较大。法国二季度 GDP 终值环比 0.0%，同比增 0.1%，均与预期和初值一致。

欧洲央行自 6 月份以来实施的降息和其他刺激措施并未对欧元区经济活动和市场信心起到提振效果，反而市场预期欧元区长期通胀将继续回落，表明投资者对欧洲央行对抗通缩效力的信心正在衰减。



下周周四晚间，市场将聚焦欧洲央行利率决议及德拉吉讲话。德拉基是否将在此次会议上推出更多宽松措施尚不可知。近来，德拉吉连续有宽松言论。如有必要，欧洲央行准备好在授权范围内使用额外的非常规工具，并改变非常规干预措施的规模和构成。欧洲央行依旧下定了充分决心，来对抗中期通胀前景面临的风险。

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。



### 中印消费旺季来临，表现大不如前

目前印度正努力控制经常帐赤字的膨胀。事实上，随着印度央行开始允许更多贸易及出口商进口黄金，今年6月印度的黄金进口曾升至97公吨。然而，之后由于需求低迷的关系，7-8月的月均黄金进口仅在50公吨左右。世界黄金协会(WGC)驻印度高级官员在最近的采访中透露，2014年下半年印度黄金需求将会强劲增长，最终拉动全年需求将会回升。现在节日季已经开始，结婚纪念日也即将拉开序幕，预计会带动850-950吨的实物黄金需求。

中国方面也会迎来国庆假日，实物金价短期有望得到提振，但中国经济放缓使得实物金在中国的消费前景受到抑制。从以往的金价走势来看，没到中国节假日金总能够受到支撑，国庆节假日也不例外。不过，中国因素似乎对金价的支撑有限。中国经济前景是驱动大宗商品价格的重要因素之一，但近期中国经济数据持续走软却令大宗商品承受不小的压力，而美元飙升至四年高位更是令情况恶化。

上海黄金交易所(SGE)的黄金溢价正持续攀升，目前黄金的价格位于1.05元人民币/克，而这与近期佩斯铸币厂溢价基本一致。黄金需求旺季即将到来。眼下，随着中国十一消费黄金周临近，上海黄金交易所9月19日报告显示，9月8日-12日黄金交割40.9吨，继续维持在高位。这进一步暗示国内的黄金需求有所增加，但幅度有限。

中国的黄金进口总量数额较大，甚至在去年一举超越印度成为全球最大黄金进口国。世界黄金协会数据显示，若以6月30日上海黄金交易所每克261.86元的价格计算，中国银行业持有的黄金总量相当于1445吨，规模较去年同期增加55%，总量超过官方储备。

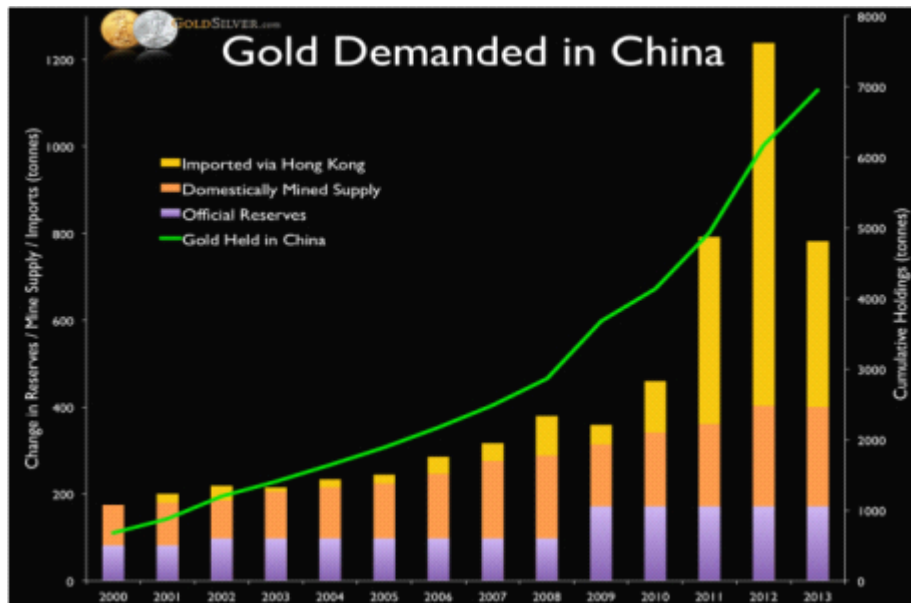
(图示：紫色为官方黄金储备，黄色为通过香港进口的黄金数量，橙色为国内供应，绿色为中国黄金持有量)

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。

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





图：中国黄金需求

中国黄金需求比较温和，同时，亚洲另一大消费国印度的国内消费起色不大。迪拜的大部分黄金销售商都称印度排灯节是黄金销量最好的时候。除了排灯节，还有印度的佛陀满月节也同样是黄金销量大增的节日。预计，消费旺季下的现货需求对价格起到一定支撑作用。然而，在美元强劲、ETF 外流等重磅利空因素下，提振作用也将收效甚微。

### 黄金 ETF 持续流出，白银 ETF 相对坚挺

在过去 10 年，黄金 ETF 转变了黄金的投资市场，为黄金零售商带去了压力。可以说，ETF 一定程度上使得黄金市场的波动性增加。Gold Trust 是全球最大的上市黄金 ETF，具有较强的代表性。数据显示，Gold Trust 截止 9 月 26 日的黄金持有量为 772.25 吨，出现了较大幅度的下滑。且今年以来，ETF 资金持续流出，对黄金价格造成了不小的压力。

白银 ETF 投资者们的立场显得比黄金 ETF 投资者们更为坚定。数据显示，美国最大的白银 ETF，iShare 白银 ETF 对最大的黄金 ETF 的优势达到了 2006 年，也就是该白银 ETF 问世以来的最高水平。白银 ETF 投资者们的立场显得比黄金 ETF 投资者们更为坚定。

今年 9 月至今，美国铸币局销售出了差不多 5 万盎司的美国鹰金币，几乎是 8 月销量的两倍。大幅下跌的金价和全球地域争端的存在是推动散户投资者们购买实物黄金兴趣的原因。美国铸币局的数据显示，至本周一也就是 9 月还剩下差不多 6 个交易日时，美国鹰金币已经销售出了 4.6 万盎司，比 8 月的 2.5 万盎司同比增加了 84%。

### 技术分析及后市展望

结合基本面和消息面来看，黄金和白银要想逆袭是相当困难。今年 7 月份以来，黄金和白银就持续下行；且黄金自从 8 月末跌破 200 日均线之后，就一直在下降趋势中越走越远。而白银更是在 9 月份破位下行，走势疲弱不堪。今年以来，近一个月中，黄金走势仅有 6 个交易日出现过修正性的反弹，而且力度均十分有限。重心逐渐走低使得未来测试 1180-1200 底部区间的可能性正在增强，从目前任何指标来看，都鲜有能暗示市场会出现重大反转的迹象。综合以上基本面和技术面的分析可以看出，黄金和白银的弱势格局将延续到第四季度。相较白银已经中线破位，黄金最终也会跌破 1180 美元，时间迟早的问题而已。短线的悬念在于黄金价格是会顺利地跌破 1200 美元直捣 1180 美元呢，还是先会在底部区间震荡反复再下行。预计第四季度黄金价格将在 1100-1280 美元区间弱势震荡；白银有望延续弱势，16-18.5 美元区间运行。操作上，建议以以空头思路对待；反弹抛空为主。

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。

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.sz.jhqh.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。