



2015年07月03日

贵金属半年报

## 加息预期下，金银震荡筑底

贵金属分析师：  
唐琴

联系方式：18688707180

邮箱：  
tangqin@szjqh.com

### 观点综述：

贵金属市场的整体风险点就在于美联储年内是否加息并且在何时加息这一命题上面。目前，短期内并没有有利因素支撑金银持续上涨。投资者关注长期基本面因素，如加息的可能性、美元上涨、通货膨胀水平以及随着中国经济发展速度趋缓，珠宝需求料将持续疲软等。全球经济仍处于放缓阶段，美联储货币政策仍存不确定，金银价格在下半年仍将处于震荡寻底的过程。预计下半年黄金价格震荡区间[1050, 1300]，白银价格震荡区间[14, 18]。

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



## 上半年行情回顾

回顾上半年贵金属的行情走势，可以发现总体有三个阶段：

第一阶段：1月份的快速上涨行情。去年12月底至1月份，希腊政治格局的不确定性以及乌克兰地缘政治风险促使市场避险情绪升级，贵金属随着走高。1月下旬，金银创下年内最高点1307美元和18.5美元。

第二阶段：2月至三月中快速下跌行情。希腊大选中，激进左派联盟获胜，希腊的动荡政局有所平缓，市场情绪逐渐平静。另一方面，2月12日，俄罗斯总统普京宣布就乌克兰冲突达成新一轮停火协议，乌克兰冲突情绪骤降，避险需求再次削弱。而投资者对于美联储可能在年内加息的猜测盛嚣尘上，贵金属受挫，回吐了此前涨幅，并在3月中旬刷新了年底价格低点，1141美元和15.26美元。

第三阶段：3月中至6月底的弱势震荡行情。3月份美联储会议过后，市场整体情绪都沉浸在美联储“何时加息”这一论点，金银价格难以走高。美国经济数据的好坏影响着市场对于美联储加息进程的判断，金银价格呈现出弱势震荡的格局。

截止6月30日收盘，COMEX黄金主力合约报1172美元/盎司，COMEX白银主力合约报15.67美元/盎司。同期，上海期货交易所黄金主力合约收盘报2385元/克，上海期货交易所白银主力合约收盘报3446元/千克。价格较去年12月31日的收盘价没有发生太大的变动。

图1 COMEX黄金主力合约收盘价

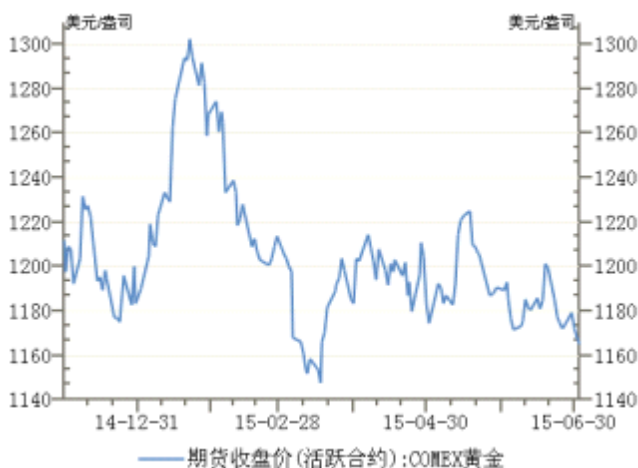


图3 SHFE黄金主力合约收盘价

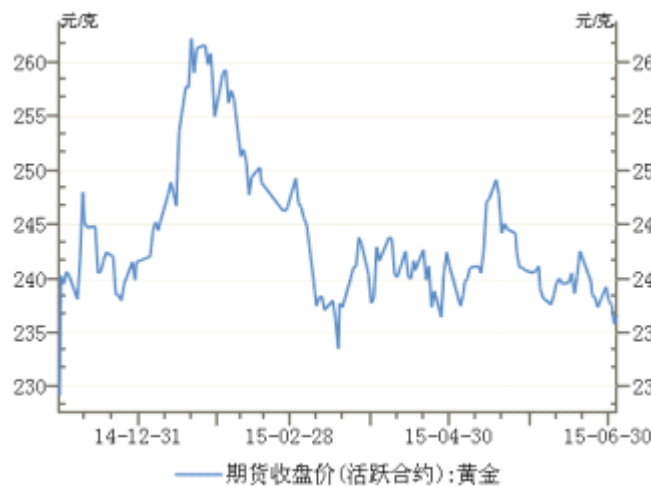


图2 COMEX白银主力合约收盘价

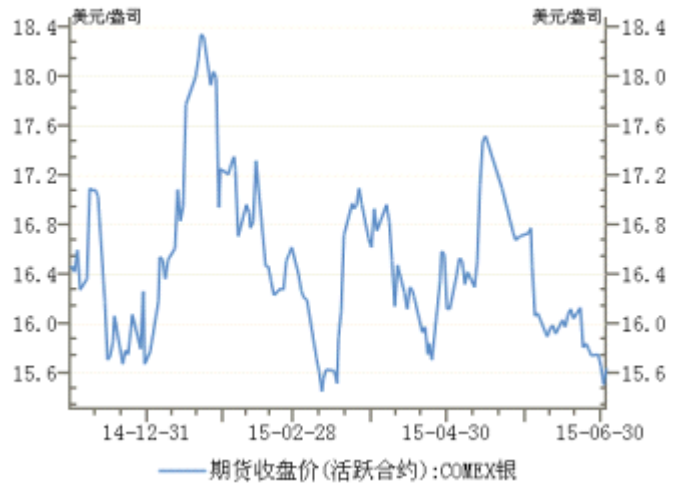
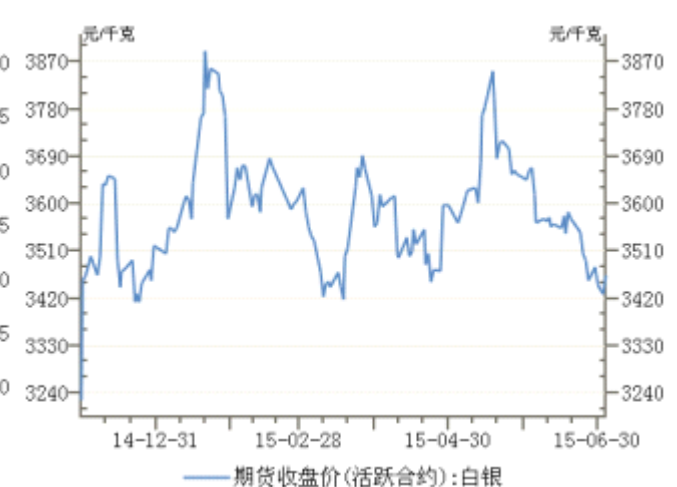


图4 SHFE白银主力合约收盘价



数据来源：WIND、金汇期货

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。

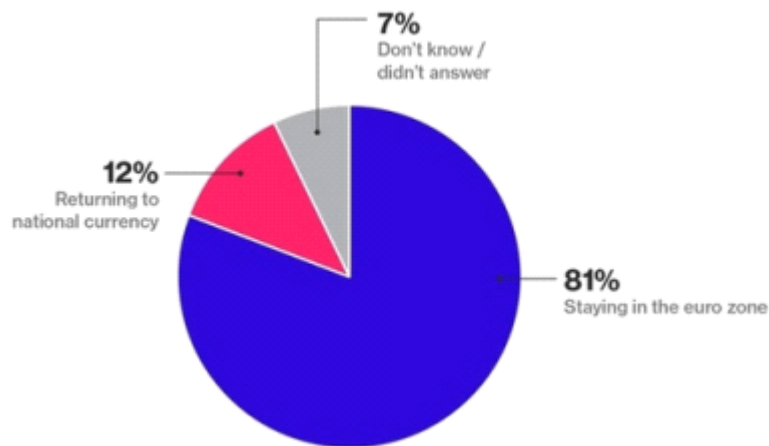
免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

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.szjnhq.com



## 下半年行情展望

进入下半年，希腊债务危机等待新的进展。在与希腊谈判期间，IMF显示了“灵活性”。上半年，IMF在税收、养老金、薪资、希腊债务总额等方面都没有让步。希腊谈判根本没有什么底牌。目前，希腊濒临破产的边缘，经济趋于停滞。6月30日，希腊未能在期满前偿还约15亿欧元的IMF贷款，成为IMF史上第一个债务违约的发达经济体。希腊于当地时间5日开始就该国债务问题举行全民公投，民众将投票决定是否接受国际债权人的新一轮救助提议。投票结果将对希腊政府，希腊银行以及市场产生不确定的影响，希腊退欧的风险依然存在。如果希腊公投结果是赞成满足国际债权方的要求换来救助，市场会有正面反应，但希腊国内政局会有很大不确定性，可能未来30天内选举组建新政府；若公投反对，会加剧市场对希腊退欧的恐惧，欧元应会下跌。最近希腊民调显示，80%以上的希腊民众还希望留在欧元区。在失去正常功能的银行、最后贷款方、获得流动性的一切渠道以后，希腊未来有很大不确定性，将深陷经济衰退。



贵金属市场的整体风险点就在于美联储年内是否加息并且在何时加息这一命题上面。从美国的就业形势来看，3月份以来，非农新增就业数据持续保持在20万上方，同时失业率有所下滑，美国就业情况乐观。经济复苏情况来看，虽然一季度消费数据呈现出零增长甚至负增长的局面，但是这主要是归因于天气及罢工等短期因素的影响，美联储并没有对于下半年的经济情况表现出过多的担心。而事实上，4月份以来，美国经济形势确实有所好转，6月份的美联储会议没有加息，市场预期则更多的将加息窗口顺延至9月份。

从好转的经济数据、就业形势、通胀情况等指标来看，9月份加息的概率偏大，这也将直接导致贵金属下半年的弱势格局。而欧洲方面例如希腊等可能爆发的短期风险，可以成为金银的短期支撑因素。落实到现货市场，历史经验来看，一旦金银价格出现大幅下挫，并且下跌到足够低的水平，亚洲区的逢低买盘将出现。而新兴经济体的央行购金行为持续进行中，这也是黄金的一大利好因素，对价格都有所支撑。由于全球经济仍处于放缓态势，尤其是亚洲市场，受经济增速的影响，对于金银消费的需求难以出现爆发式增长。从而贵金属受下有支撑而呈现的上涨将十分有限。总体而言，预计下半年金银将延续弱势震荡格局，预计黄金价格震荡区间1000-1300美元；白银价格震荡区间13-18美元。

### 下半年美联储加息成为最核心风险点

美联储主席耶伦在6月会议上表示，加息之前，要看到“决定性”的经济增长证据。作为美联储第三号人物，美国纽约联储主席 William Dudley 在加息决定上的态度被市场认为举足轻重。Dudley 近日表示，如果近期走强的美国经济得以持续，美联储很可能在九月会议上宣布加息。薪资加速增长、收入增加以及家庭消费增多减轻了市场对美国就业市场的担忧。因恶劣天气和港口罢工等原因，美国今年一季度经济数据走低，令6月加息的预期延后。

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。

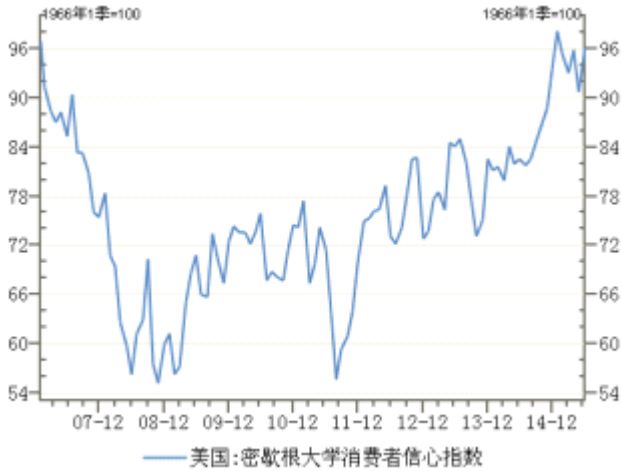
免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



观察美国的经济数据，可以发现，一季度消费数据呈现出零增长甚至负增长的局面，但是这主要是归因于糟糕的天气、港口罢工、美元走强和能源部门削减支出打压，故而经济暂时陷入萎缩。就业持续增长和燃料价格下跌开始积极影响消费，经历一季度疲弱增长后，美国零售销售增长带来经济增长走出年初低谷的希望。4月美国零售销售零增长，5月环比增长1.2%，创去年3月以来新高。因汽车和其它大件商品需求强劲，美国5月消费者支出创下近六年来最大增幅，进一步表明美国经济在第二季度凝聚上升势头。而美国消费者支出占其经济活动的三分之二。消费支出的增加，说明人们的消费信心在大幅的回升，将改善市场对美国经济的预期，也将推动后市通胀数据的回暖。美国6月ISM制造业PMI指数升至6个月最高值，显示美国制造业需求继续回暖，为美联储加息再添助力。

图5 美国消费者信息指数

图6 美国制造业PMI指数

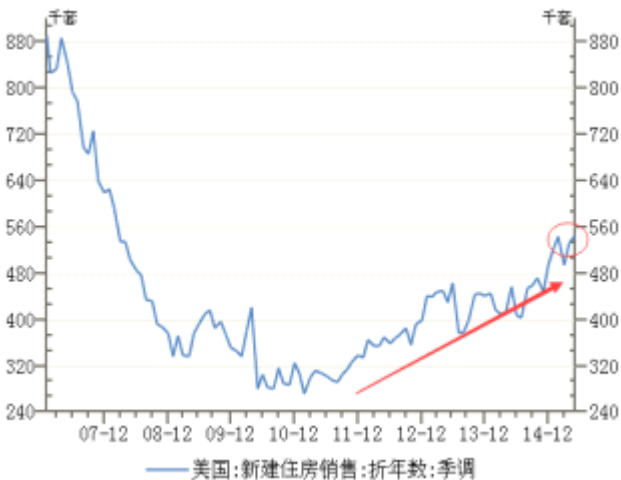


数据来源：WIND、金汇期货

美国楼市也处于回暖态势中。新屋开工数据显示，经历了今年年初恶劣天气和国内经济增长总体下滑的影响，美国住房市场正在持续好转。虽然5月美国新屋开工户数较4月有所回落，但4月和5月两月合计开工新屋户数已创2007年以来两个月的最高水平。而且体现新屋开工趋势的营建许可户数5月创将近八年来新高，呈现了美国住房市场进入旺季的形势。成屋销售占美国房地产市场的约90%。数据显示，4月成屋签约销售创九年新高；美国5月成屋销售按月增长5.1%，为2009年11月以来最高。成屋销售占美国房地产市场的约90%，这表明美国房产市场缓慢复苏。在借款成本低的环境下，就业增加和薪资上涨增强了美国消费者的信心，将提振今年下半年房屋交易。

图7 美国新屋开工数据

图8 美国成屋销售数据



数据来源：WIND、金汇期货

美联储加息与否参照的核心指标是就业与通胀数据。美联储把通胀目标回升为2%作为加息的重要条件之

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。

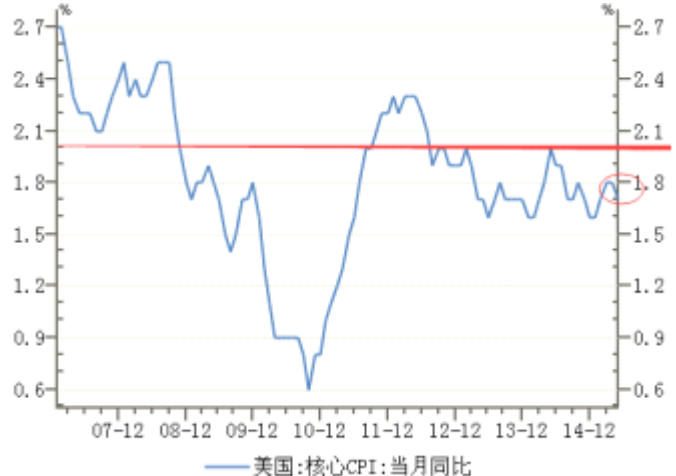
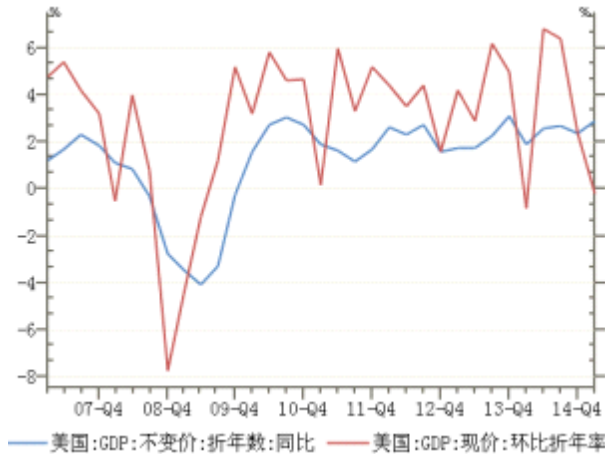




一。尽管 5 月 CPI 月率略微不及预期，却仍旧录得 2013 年 2 月以来的最大单月涨幅。其中汽油价格上涨 10.4% 更是创下 2009 年 6 月来最大涨幅，从而推高了整体物价水平，表明美国通胀水平已经开始温和回升，为美联储在今年能够开启加息路径提供更多有力支持。美联储副主席费希尔近日表示，美国目前接近充分就业，预计就业市场将持续改善；考虑到货币政策影响的滞后，美联储不能等到通胀和就业目标达到后再加息，美联储将在就业市场和通胀进一步改善时加息，但联邦基金利率将在相当长一段时间内处于正常水平下方。这表示即使美国通胀没有达到目标的 2%，美联储仍然有可能启动加息，只要通胀开始抬头，经济和就业足够好。

图 9 美国 GDP 增速

图 10 美国核心 CPI 数据

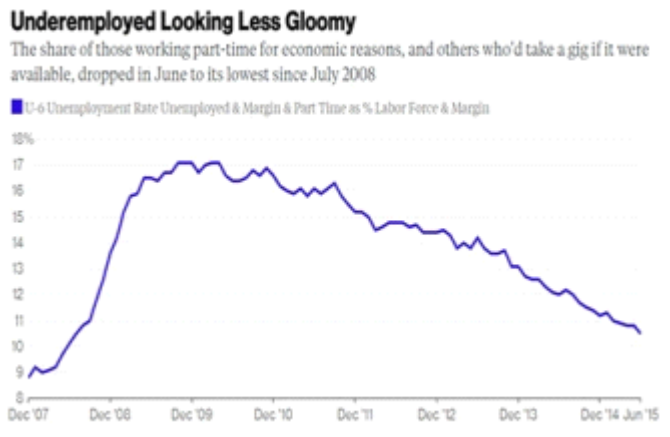


数据来源：WIND、金汇期货

就业市场的好坏也直接影响美联储加息行为。6 月份非农就业人数增加 22.3 万人，失业率降至 5.3%，为 2008 年 4 月份以来最低水平。不过，说劳动参与率触及新低及工资增长不够乐观都表明劳动力市场有不活跃的迹象。美联储主席耶伦密切关注的两项就业指标——长期失业率和就业不足率在 6 月份下降。数据显示，失业至少 27 周的美国人的数量占总失业人数的比重 6 月份降至 25.8%，创 1948 年有数据记录以来的最大单月降幅，且为连续第六个月下滑，持续时间为 1984 年以来最长。6 月就业不足率降至 2008 年 7 月以来最低水平。

图 11 美国长期失业人数占总失业人数的比重

图 12 美国就业不足率



数据来源：彭博

金融危机爆发至今已有六年。美国失业率也从 2009 年的 10% 之上下滑至现在的 5.3%，接近很多经济学家认为是代表“可持续充分就业”的水平——5%。然而因为劳动参与率直线下滑，使得实际就业市场可能不如数据上看起来那么美妙。自 2013 年秋季以来，美国劳动参与率虽低但相对稳定，始终徘徊在 62.9% 上下。但是，6 月份，劳动参与率下滑至 62.6%，触及 1977 年以来最低水平。而 6 月份，美国平均每小时工资收入仅比去年同期增长 2%。

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。



图 13 美国失业率数据

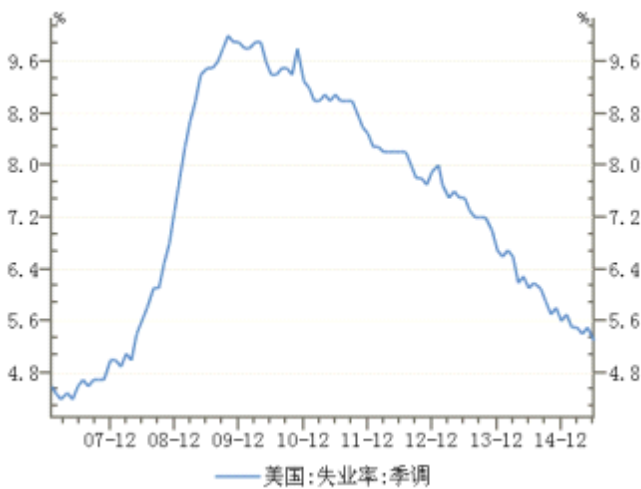
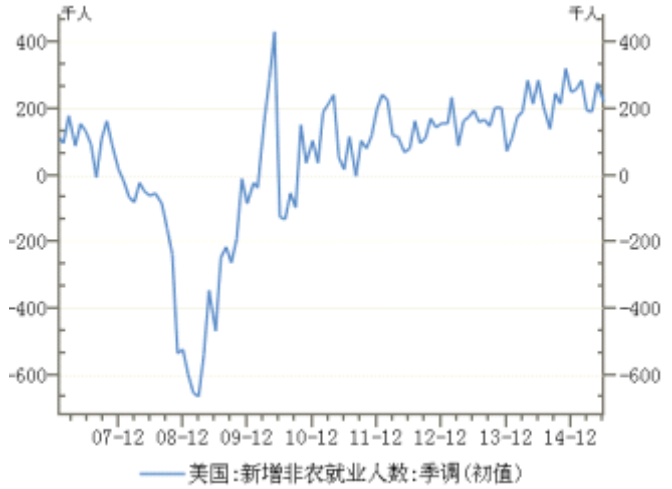


图 14 美国新增非农就业数据



数据来源：WIND、金汇期货

美国经济稳步复苏中，虽然一季度 GDP 增速大幅下挫，但后续数据证实，美国经济的收缩程度不如开始预计的那么严重。当短期因素慢慢消退之后，美国经济重拾涨势，更多经济数据改善的迹象，进一步增强投资者对于美联储最早可能在 9 月采取行动的预期。更甚者认为秋初加息或许不是本年度的最后一次。

**欧洲 QE 持续但仍处于低通胀环境，贵金属涨幅受限**

欧洲央行从今年 3 月起实行每月购买 600 亿欧元欧洲国家债券的 QE 项目。在此之后经济有较为明显的改善，一季度欧元区 GDP 同比增长 1%，这是 2011 年第一季度以来欧元区经济增速首次超过英美两国，而且一季度区内四大经济体 2010 年上半年以来首次集体增长。

最新数据显示，欧元区四大经济体之中，第二大经济体法国 6 月表现最佳，法国综合 PMI 指数均创 2011 年 8 月以来新高；第三大经济体意大利综合 PMI 创 12 个月新高；西班牙和爱尔兰 PMI 均为 6 个月来最高；第一大经济体德国企业活动在 5 月跌入年内低谷后又有所回升，综合 PMI 均创 2 个月新高。欧元区 6 月 PMI 终值仍略高于初值，在欧洲央行的宽松刺激下，欧洲消费者和企业的支出增长，抵消了担忧希腊退出欧元区的负面影响。

图 15 欧元区 GDP 增速

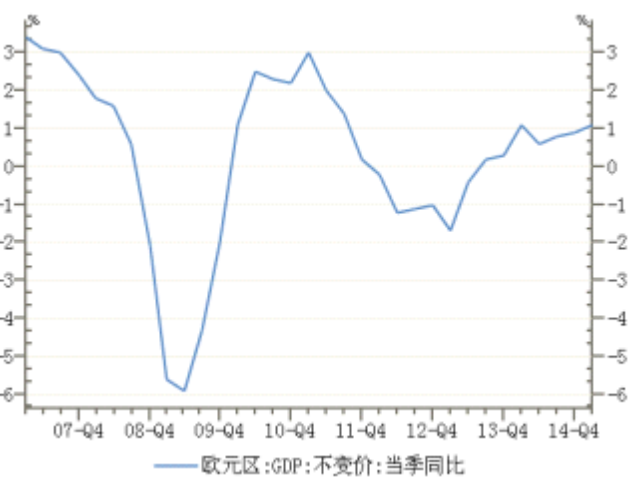
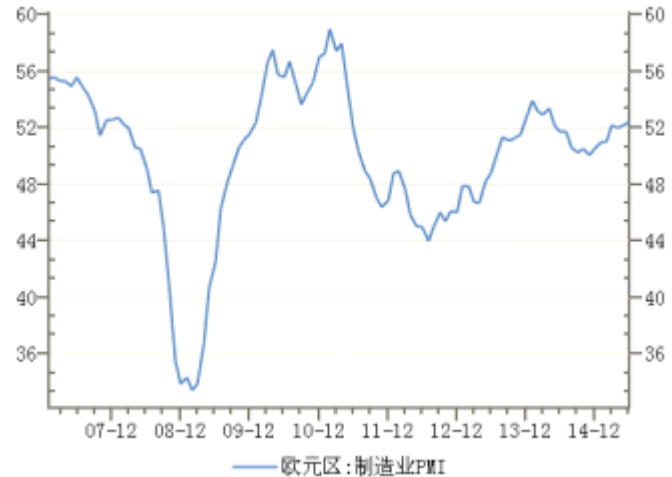


图 16 欧元区制造业 PMI 数据



数据来源：WIND、金汇期货

通胀方面，欧元区 4 月 CPI 终值同比 0.0%，5 月 CPI 数据强劲回升，预期年率上升 0.2%，实际年率上升为 0.3%。然而包括希腊在内的 6 个成员国仍处于通缩阶段。最新数据显示，欧元区 6 月 CPI 年率初值上升 0.2%，

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。

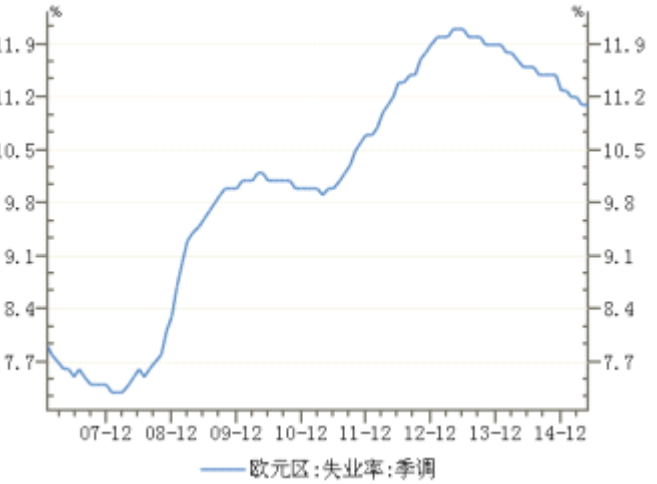
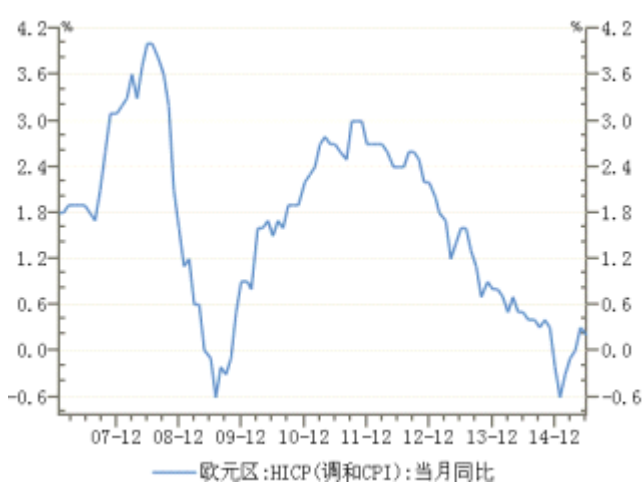


表明欧元区的通缩风险仍未消除；然而随着失业率逐步下降，薪资增速已经开始有所上涨。

在欧洲央行正式启动 QE 之后，欧元区暂时摆脱通缩境地，但通胀远低于欧洲央行 2.0% 的目标。欧洲央行行长德拉吉强调，将一直实施 QE，直到通胀可持续回升至目标水平。如有必要，欧洲央行可以调整 QE。在欧洲议会进行证词陈述时，德拉基表示，欧元区经济正温和复苏，但认为复苏应更为广泛。德拉基进一步指出，最近的经济数据显示欧元区经济以温和的速度复苏，且私人投资正在回升。对于通胀，德拉基表示，预计欧元区通胀率在未来几月仍处于低水平，但称欧洲央行对欧元区通胀回升抱有谨慎的信心，预计通胀在年底将反弹。欧洲央行调高了 2015 年通胀预期，预计为 0.3%，三月份提出的预期为零。

图 15 欧元区 CPI 同比数据

图 16 欧元区失业率数据



数据来源：WIND、金汇期货

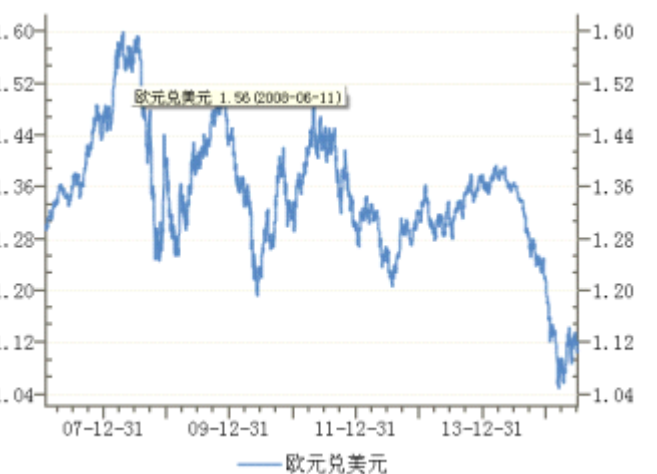
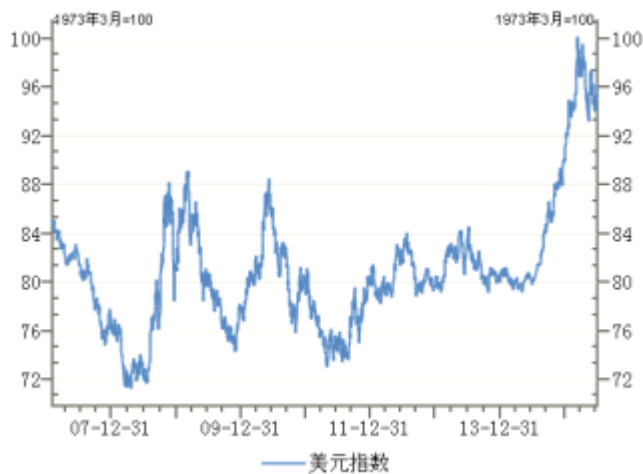
进入下半年，欧洲经济仍然需要 QE 的进一步刺激，虽然欧元区逐渐摆脱通缩的风险，但整体仍然处于低通胀的环境，再加上欧美政策的分化，贵金属的抗通胀需求提振较为有限。

### 货币政策分化，强势美元利空贵金属

首先来分析一下当前形势下美元升值的逻辑。美联储有望率先加息，欧洲、中国、日本的央行纷纷需要重回 QE，货币政策的分化及不对称性势必推高美元。另一方面，欧洲、日本的领先指标显示两地经济均有再陷衰退的风险，中国经济的内在动力也明显不足。可以说，全球经济放缓，美国独善其身。再加上页岩气革命带来美国能源供需格局大变，能源成本出现了结构性改善，令制造业重回美国。美国是消费大国，出口并非经济增长的主力。美元升值、汽油价格走低增强消费者购买力；海外资金流入刺激美国资产价格。

图 17 美元指数

图 18 欧元/美元走势



数据来源：WIND、金汇期货

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。





进入下半年，这些核心因素没有改变。美元指数的上升趋势不会在短期内扭转。随着美联储在年内加息，联储和其他央行的货币政策差异将会推升美元对其他主要货币。随着未来局势的不确定性，美元未来的升势预计也将更为震荡，但强者恒强的美元低位将长期压制贵金属价格。

### 新兴经济体优化外储结构，持续扩张黄金储备

世界黄金协会（WGC）公布的全球各国央行黄金储备数据中显示，全球央行黄金总量增加。值得注意的是，包括土耳其、哈萨克斯坦、墨西哥等在内的新兴经济体新面孔在过去的两年购金势头迅猛，而由其引领的新一轮央行购金潮，将可能在未来一段时间内为金价提供持续支撑力。

美国和德国所持黄金储备在其央行外汇储备总量中的占比分别高达 77.1% 和 74%。与主要的欧美发达经济体比较，中、巴、俄、印等“金砖四国”金储占比远低于 10%，远逊于欧美发达经济体平均水平。未来包括中国在内的大型新兴经济体，都有必要将部分外汇储备转换成黄金储备。国际货币基金组织（IMF）最新数据显示，哈萨克斯坦和俄罗斯 5 月再度增加黄金持有量，而土耳其 4 月黄金储备减少。数据显示，俄罗斯 5 月黄金储备增加 4.3 吨，至 1,250.9 吨，为连续第三个月增加。

图 19 俄罗斯央行黄金储备

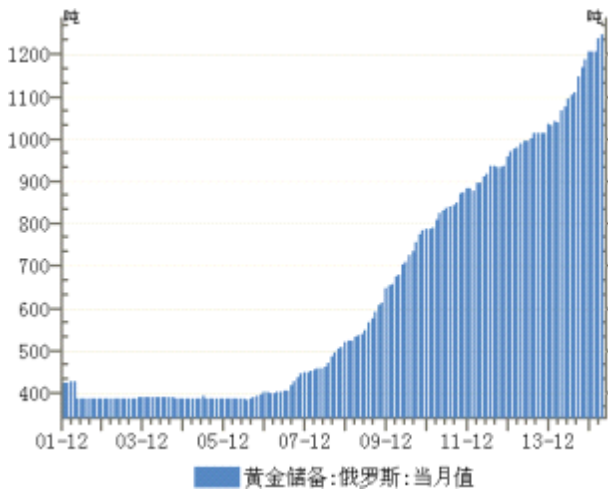
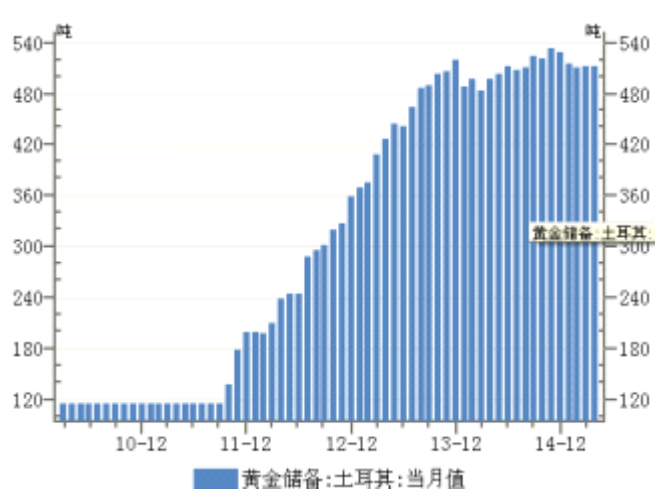


图 20 土耳其央行黄金储备



数据来源：WIND、金汇期货

### 印度政策限制金银进口，传统观念支撑消费需求

在印度，农民是黄金需求的主力。印度对于黄金的偏爱更体现在民间。根据世界黄金协会（WGC）数据显示，2015 年一季度，印度则同比上升 15%，其中金饰需求上升 22%，投资需求下降 6%。

印度在传统上偏爱黄金，视其为实际货币。近几年来，印度卢比兑美元持续贬值，国内黄金价格偏高，多少都影响了国内的黄金消费。不过，季风气候对印度金需影响较大。印度有差不多三分之二的黄金需求来自农村地区，由于天气将影响农作物，一旦农业丰收，百姓手头富裕便会购金。一旦遇上雨季，农村的收入将抑制国内的黄金消费。目前印度央行共持有黄金 557.75 吨，而印度民众则持有超过 2 万吨黄金，几乎是央行储备的 40 倍。

巨额经常账户赤字一直是困扰印度的一道经济难题。为将本财年的经常账户赤字控制在 700 亿美元之内，印度政府在 2013 年就将黄金进口关税由 8% 提高至 10%，为了减少黄金进口从而改善其国内的赤字程度。目前，目前黄金的进口关税依据被下调至 382 美元/10 克(约 1082.9 美元/盎司)，白银进口关税依据价格下调至 516 美元/公斤(约 14.63 美元/盎司)。两年以来，印度国内数次调整黄金白银进口关税，直接抑制了印度国内的金银消费。数据来看，印度的贸易差额形势虽有所改善，但贸易逆差形势没有改变，预计印度的金银进口关税会持续实施。

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。





图 21 美元兑印度卢比走势

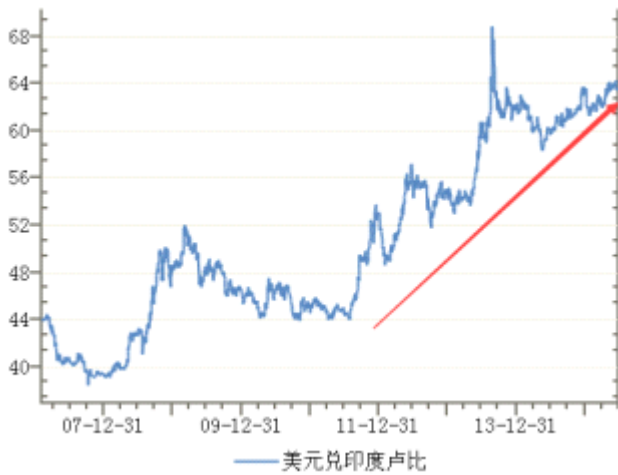
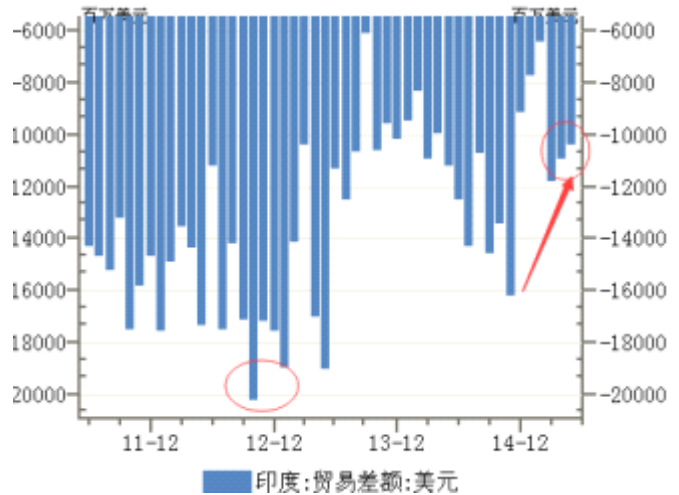


图 22 印度贸易赤字情况



数据来源：WIND、金汇期货

### 中国消费者趋于理性，国内需求平淡

世界黄金协会的数据显示，去年中国是全球最大的黄金消费国，消费了 973.6 吨黄金。2015 年一季度，中国黄金消费量同比小幅下降 7%，其中金饰需求下降 10%，投资需求上升 3%。这主要是受此前股市的火爆、楼市回暖、人民币汇率趋稳等因素，降低了黄金对中国投资者的吸引力。

根据 WGC 预测，2015 年世界全年黄金消费量将达约 4100-4200 吨。此外，WGC 预计，2015 年中印两国的黄金消费量分别都将达到约 900-1000 吨，即两国黄金总消费量或达约 1800-2000 吨。可见，中印两国金需占到逾全球的一半，全球“西金东移”的趋势仍在持续。

图 23 中印两国 2013-2015 年各季度的黄金需求量

Market: China												
1. China Consumer Demand Data												
	2013	2014	YoY % chg	Q2'13	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	YoY % chg
Jewellery	938.9	807.2	-14%	327.0	229.5	162.6	236.0	184.6	181.2	205.4	213.2	-10%
Investment	426.7	166.4	-59%	155.2	81.9	53.4	57.8	39.5	30.8	38.3	59.7	3%
Total	1,345.6	973.6	-28%	482.2	311.4	215.9	293.8	224.1	212.0	243.7	272.9	-7%

Market: India												
1. India Consumer Demand Data												
	2013	2014	YoY % chg	Q2'13	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	YoY % chg
Jewellery	617.4	604.2	-2%	187.5	144.4	141.5	123.5	152.6	183.3	144.7	150.8	22%
Investment	342.7	206.9	-40%	133.1	51.5	65.9	43.6	52.3	54.0	56.9	40.9	-4%
Total	960.1	811.1	-16%	320.6	195.9	207.4	167.1	204.9	237.3	201.7	191.7	15%

数据来源：世界黄金协会

金价前景偏空以及反腐败行动亦令国内黄金购买放缓。反腐败行动已经损及中国及香港奢侈品销售。中国 4 月从香港净进口黄金量下降至八个月低位，因在股市强劲之际黄金需求下降。香港海关数据显示，截止 4 月大陆从香港进口黄金量连续三个月出现下滑，4 月净流入大陆黄金量更是环比下跌 21.3% 至 52.2 吨，前四个月流入黄金量仅有 262 吨，同比下跌 26%。中国自香港净进口黄金持续下滑，国内消费平平。

### 全球经济放缓，白银工业需求下降

与黄金不同的是，白银工业需求占总需求比重近六成。白银在电子工业价值链中居于核心位置，成为很多电子电气产品的组分。半导体的迅猛发展为白银的需求提供了强大的支持。从北美半导体协会提供的数

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



显示, 2010 年和 2011 年全年全球销售额分别是 2953 亿美元和 3009.4 亿美元。结合白银走势则可以清晰的看出, 2010 年和 2011 年白银疯狂上涨的背后, 有工业需求支撑。半导体的销售推到一个历史的新高点, 这种工业需求的增加会直接推动白银价格走强。去年的半导体全球销售额继续增长, 多单增幅已经较 2010 年大幅下降。受白银的工业需求增幅有限。北美半导体协会预计的数据显示, 2015 年全球的半导体销售幅度有望下降。

图 24 半导体下游消费领域的组成

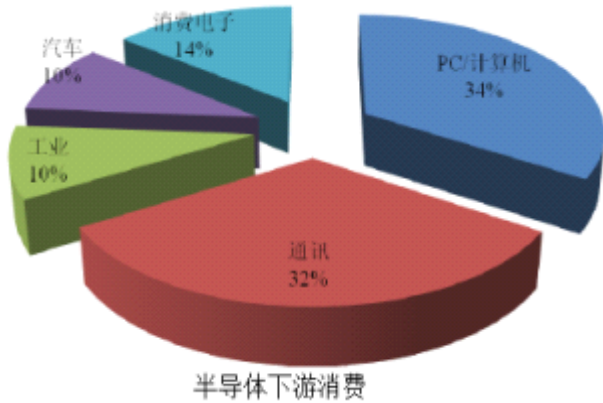
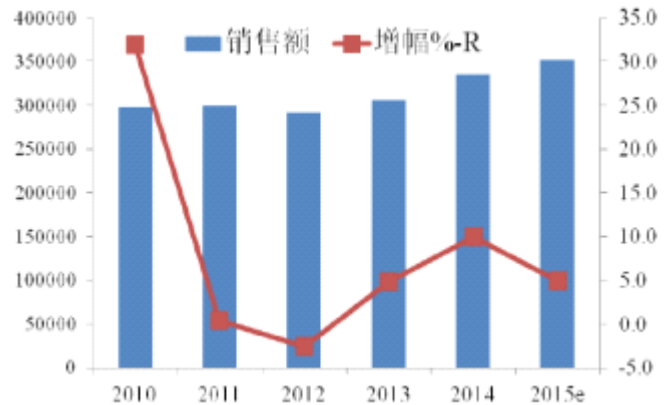


图 25 世界半导体消费额

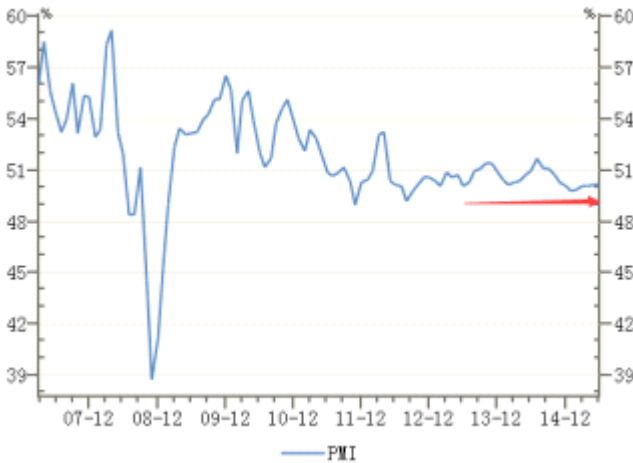


资料来源: WSTS

从制造业指数来看, 除了美国之外, 其他经济体包括欧元区以及中国制造业处于放缓态势中。全球制造业扩张提速。全球 6 月制造业 PMI 值 51.0, 低于前值 51.2, 自 2012 年 12 月以来, 全球制造业一直处于扩张状态, 但速度成递减趋势。PMI 数据呈现结构分化。美国为全球制造业驱动主力, 但扩张减速。欧元区制造业扩张; 日本制造业扩张减速。中国制造业现企稳迹象。据统计, 中国白银需求目前相当于全球总需求量的近 20%。中国工业白银需求持续占比较重, 从中国制造业数据来看, 中国 6 月汇丰综合 PMI 跌至一年最低水平, 服务业 PMI 跌至五个月最低。全球制造业增速放缓也直接抑制全球的白银工业需求。

图 26 中国制造业 PMI 走势

图 27 欧元区制造业 PMI 走势



数据来源: WIND、金汇期货

### ETF 持续流出, 投资情绪恶化

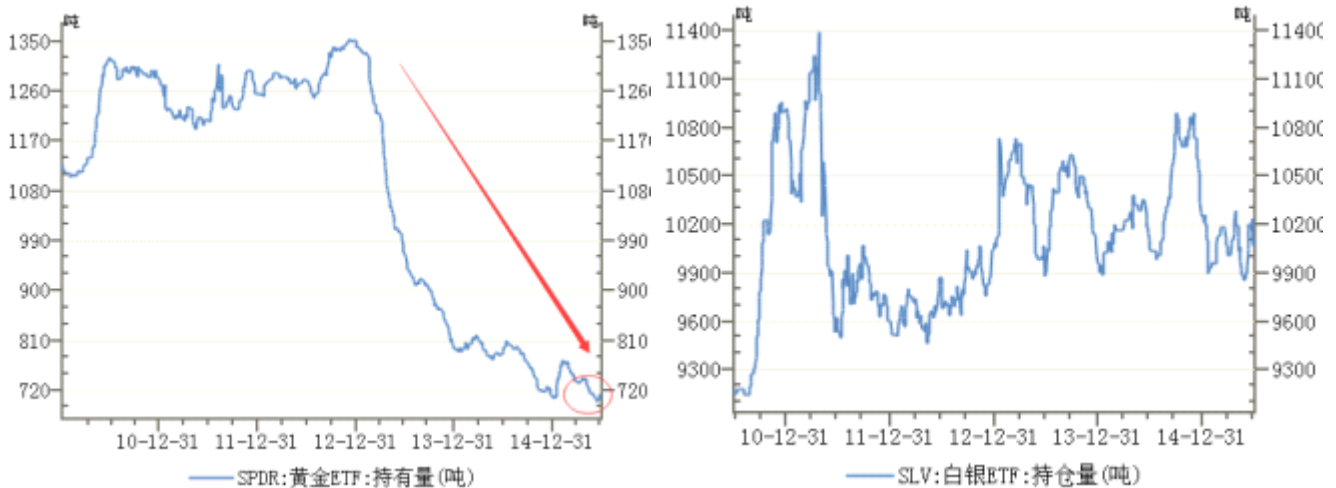
在 1 月地缘政治风险的提振及金价大幅反弹的作用下, 今年 2 月 SPDR 黄金 ETF 持有量触及 773.31 吨的今年最高水平, 而自当时至今, 该 ETF 意见流出了将近 70 吨。今年年初该 ETF 的持有量为 709.02 吨, 也就是说, 今年至今 SPDR 黄金 ETF 已经净流出了 3.55 吨。整个 6 月 SPDR 黄金 ETF 的表现都非常疲软, 至今流出了 4.42 吨。从 ETF 持仓的整体走势来看, 目前依然是出于净流出的趋势中。这直接影响金价的后市走势。从这一点来看, 白银的投资情绪似乎要更好。这可能更多的得益于白银的低价值。

图 24 SPDR 黄金 ETF 的持仓量

图 25 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、金汇期货

地缘政治风险突发，也总是引发贵金属的短期避险需求，从上半年的乌克兰冲突到现在的希腊危机可以看出。目前市场还在等待希腊的公投结果后续的发展形势。希腊会发生什么尚不确定。可以确定的是，黄金将具有保险作用。在银行系统之外持有实物黄金，将不受资本管制的限制。但是，在希腊局势的发展下，黄金的空头头寸没有显现出明显的回补欲望，这表面了黄金市场情绪的疲软。数据上看，黄金没能吸引过多的避险买盘。希腊危机传染的风险在目前这个阶段相对还是有限的，黄金很大程度上还是受到美联储紧缩的速度和幅度的影响。

## 总结

目前，短期内并没有有利因素支撑金银持续上涨。投资者关注长期基本面因素，如加息的可能性、美元上涨、通货膨胀水平以及随着中国经济发展速度趋缓，珠宝需求料将持续疲软等。全球经济仍处于放缓阶段，美联储货币政策仍存不确定，金银价格在下半年仍将处于震荡寻底的过程。预计下半年黄金价格震荡区间[1050, 1300]，白银价格震荡区间[14, 18]。

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