

# 贵金属 2014 年下半年报

中融汇信期货研发部

研究员：蒋 乐

执业编号：F0284850

电 话：021-51557562

## 目录

摘要 .....	2
行情回顾 .....	3
影响因素分析 .....	5
操作建议 .....	11
免责声明 .....	12

## 摘要

2014 上半年金银总体呈现震荡走势，主要就是以长期的盘整区间（伦敦金 1180-1400，伦敦银 18.6-22.2）内走出结构性行情为主。而对于 2014 下半年，我们认为贵金属难以走出中长期盘整区间，后来中长线波动中枢或还是以今年上半年的波动区间为主，原因有以下几点：

1、美国经济稳步回暖，货币政策逐渐明朗，而且美联储退出 QE 的时间节点可能要早于普遍的预期。中长线美联储货币政策在没有实质性的结果出来之前，始终会是贵金属多头的“紧箍咒”，贵金属很难走出爆发性多头行情。

2、需求提振有限。印度一直对黄金采取进口限制，作为重要的实物金需求大国，只要限制存在一天，对贵金属多头的打压就会一直存在。

3、资金流出明显。从美国大型基金 ETF 的持仓报告，可以看出金银的持仓暗淡，资金持续流出贵金属是大势所趋。

诚然如上所述，贵金属中长线难有表现，但是类似今年上半年的结构性行情仍然不会少，欧元区经济状况和货币政策的不稳定性，地缘政治的间歇性爆发及中印的传统消费旺季都可能造成贵金属的结构性多头行情，建议投资者把握好操作的节奏。

当然，从技术面考虑，中长线贵金属多头亦不是没有机会，一旦贵金属强势突破长期盘整区间上沿，并且之后的回调力度减弱，建议投资者尊重市场，跟随大势操作。

## 行情回顾

2014年上半年，贵金属总体呈现震荡盘整格局。市场焦点从美国经济复苏以及美联储逐步缩减购债规模转向政治动荡格局和欧元区货币政策。总体来看，上半年的走势大致可以分为三个阶段。

**第一阶段上涨：**2014年初至3月中旬金银呈现底部回升格局，因年初美国经济活动受到严寒天气影响，美国公布的经济数据均有所回落，市场担忧美国经济的复苏步伐放缓，从而影响货币政策退出进程，贵金属受到提振。3月初，乌克兰危局横空出世，俄罗斯和乌克兰的克里米亚问题提振贵金属的避险需求，伦敦金最高冲击到1392.34美元/盎司。

**第二阶段下跌：**3月中下旬至6月初金银呈现弱势下行格局，3月中下旬，贵金属在冲击年内新高后，乌克兰局势虽然一度剑拔弩张，但是因为欧美国家跟俄罗斯仅仅是动口不动手，市场最终失去耐心，受乌克兰危局缓解影响，贵金属冲高回落。后市又因随着美国严寒天气影响的消退，美国公布的经济数据重新回归正常，同时一季度公布的不佳数据被极寒天气所解释，美国经济转好已是不争的事实。此时，美联储如市场预期于3、4月份宣布继续缩减购债规模，金银继续走低。

**第三阶段重新上涨：**6月份金银重新开始上行，提振贵金属上行的原因主要是欧央行推出负利率的货币政策及伊拉克地缘乱局。欧洲央行6月5日宣布，将主要再融资利率调降10个基点至0.15%的纪录新低，并首次将存款利率调降至负值——负0.10%，同时将边际贷款利率调降35个基点至0.40%，这意味着欧洲央行履行了其此前的政策承诺，欧央行利率决议公布后，开始有热钱流出欧元区，并且流入贵金属市场，贵金属受到提振。欧央行利率决议之后，伊拉克地缘危机再度支撑贵金属，对冲基金等众多机构及散户投资者纷纷进行空头回补，在涨至千三上方触发大规模空头止损。

总体来看，从上半年的走势可以看出，随着贵金属大幅回落，美联储货币政策逐渐明朗化，美联储退出宽松货币政策对贵金属影响的边际效应越来越低，反而，一些突发性的情况对贵金属的影响加强，比方说欧元区货币政策和地缘政治就开始成为近段时间的焦点。

图 1：伦敦金日线图



图 2：伦敦银日线图



图 3：沪金主力连续日线图



图 4：沪银主力连续日线图



## 影响因素分析

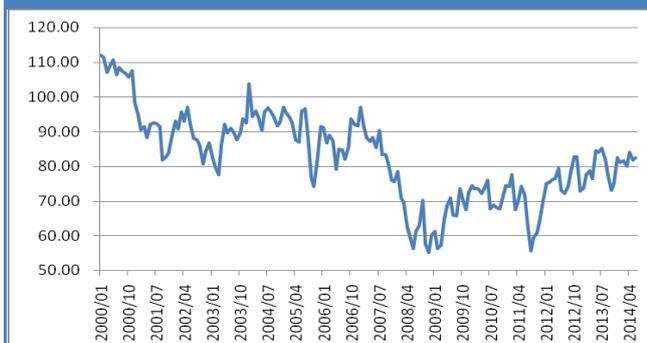
### 一、美国经济稳步回暖，货币政策逐渐明朗

#### (一) 美国经济稳步回暖

2014年上半年，美国经济一度受到极寒天气的考验，一季度美国GDP环比折合年率自前次修正值的-1%大幅下修至-2.9%，远低于市场预期。GDP的大幅向下修正主要来自对个人消费支出和净出口的调整。个人消费自前次的增长3.1%下修至增长1%，净出口从下降6%修正至下滑8.9%。其中前者主要受医疗支出的修正影响，这也说明医疗法案对居民增加医疗支出的刺激效果在一季度并不明显；净出口的下修源于出口的下修和进口的上修，反映出一季度严寒天气以及外围需求低迷对净出口的拖累。从细分项目贡献来看：私人投资和净出口分别拖累1季度经济增长1.97和1.53个百分点，个人消费支出贡献了0.71个百分点。

但是，严寒天气不会改变美国经济的成长轨迹。随着严寒天气的过去，美国经济将重新回到之前的增长轨迹上，各项经济指标开始强劲反弹。居民消费、制造业、出口、房地产等均会出现明显的好转。消费方面，美国密歇根大学消费者信心指数持续攀升，显示消费的持续转好。房市方面，从最近的数据上看，美国6月NAHB指数为49，虽然未超过50线上方，但依旧高于预期；制造业方面，美国ISM制造业指数连续位于荣枯线水平上方，且从2月份开始出现逐步走高，凸显美国经济回暖的事实；就业方面，近阶段公布的初申请失业金人数维稳在31-32万之间，较上月又下降1万人左右。另外，美国公布的非农数据亦是如此，从2月份开始非农数据就逐步好转，其中4月非农人数增加28.8万人，增幅创下2012年1月以来最大，失业率降至6.3%，更是创下2008年9月以来新低，种种迹象表明美国劳工市场出现持续性改善。

图 5：美国：密歇根大学消费者信心指数



数据来源：WIND 资讯

图 6：美国：NAHB 住房市场指数



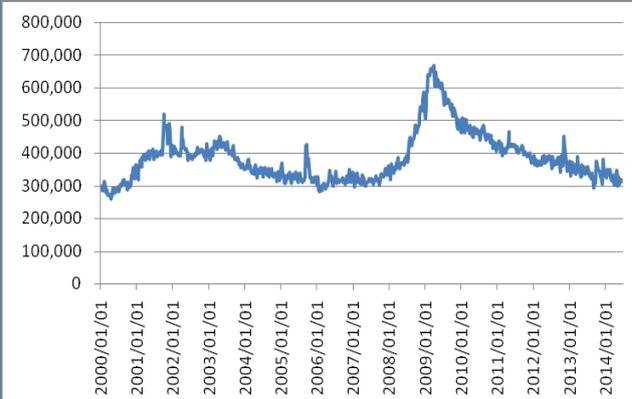
数据来源：WIND 资讯

图 7：美国：PMI 数据



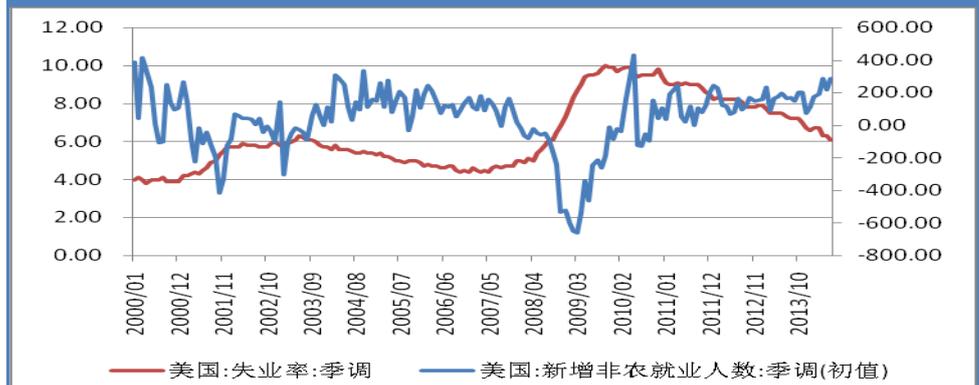
数据来源：WIND 资讯

图 8：美国：初请失业金人数



数据来源：WIND 资讯

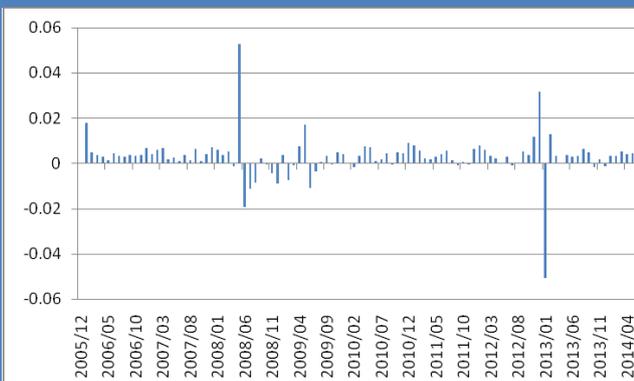
图 9：美国：失业和非农就业情况



数据来源：WIND 资讯

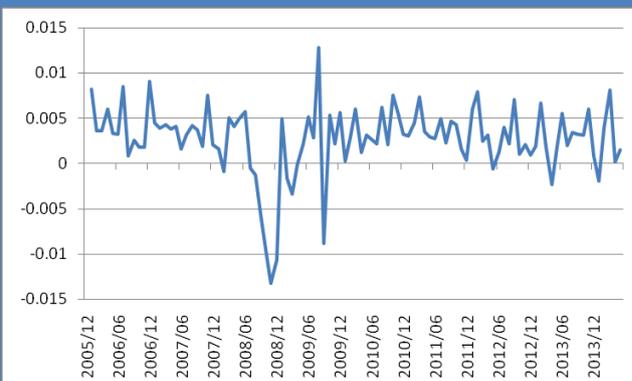
个人部门方面，年初以来，美国的个人可支配收入、个人消费支持及储蓄率都表现较理想。同时，从劳动参与率上看，劳动参与率已经到了一个极低的水平，未来极可能从底部反弹。

图 10：美国：个人可支配收入：环比



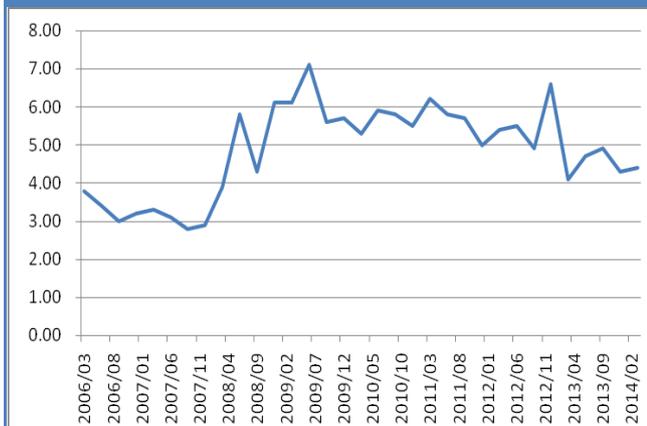
数据来源：WIND 资讯

图 11：美国：个人消费支出：环比



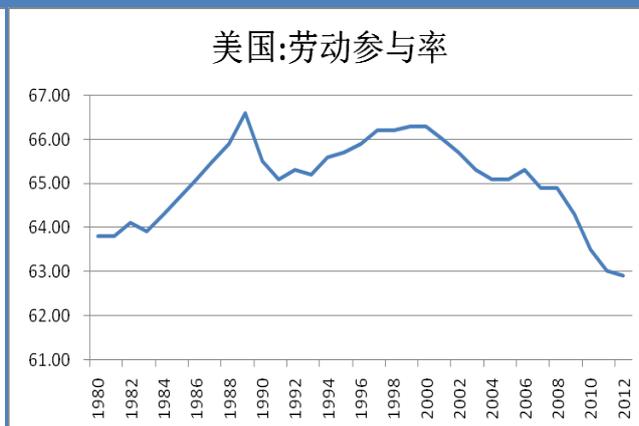
数据来源：WIND 资讯

图 12: 美国: 储蓄率



数据来源: WIND 资讯

图 13: 美国: 个人消费支出: 环比



数据来源: WIND 资讯

## (二) 美国货币政策逐渐明朗

从美国各项经济指标及私人部门情况来看, 美国经济稳步复苏已经难有悬念了, 而美联储一直宣称货币政策跟经济复苏情况挂钩, 随着经济的好转, 美联储量化宽松退出路径明晰, 并在市场预期的管理上达到了不错的效果。2014 年 7 月 10 日凌晨 02:00 美联储公布的 6 月 17-18 日会议纪要显示, 美联储已经开始详细讨论如何使美国经济从宽松货币政策时代走出来, 并就未来调控利率采用三管齐下的策略似乎达成一致。会议纪要指出, 许多委员希望在首次升息或之后就结束投资组合再投资, 但也有某些官员希望在首次提高政策利率前就结束再投资计划。同时, 美联储也承诺若无意外会在 10 月份时结束量化宽松购债措施。从纪要内容看, 美联储在此次释放出了不少关键性的政策信号, 并极为可能为该联储未来政策路径指明方向:

### 信号一: 10 月有望结束 QE3

美联储在纪要中显示, 与会者普遍同意, 若确定经济状况维持积极, FOMC 可能在 10 月会议后结束债券购买计划。关于最后阶段的缩减 QE, 是一次缩减 150 亿美元结束 QE, 还是先缩减 100 亿美元再缩减 50 亿美元, 绝大多数与会者认为这是技术问题, 对宏观经济不会有实质影响, 也与首次加息时点无关。首次加息与 FOMC 委员会对经济发展的评估有关。

### 信号二: 或将先升息再退出, 升息或比预期要早

美联储在此次纪要中, 依然没有对首度加息的节点话题向市场予以阐述, 不过, 值得注意的是, 6 月的会议纪要较为明确的向市场传达了货币的政策回归正常化的时间表, 甚至不排除先升息再退出的可能性。

另外，6月17-18日的会议记录显示，美联储设想利用隔夜回购协议和超额准备金利率，为目标利率设定上下限。尽管未宣布最后决定，但讨论已涉及到具体实施的细节，使联储官员认为超额准备金利率和逆回购利率之间的适当利差为20个基点。

从美联储讨论的种种话题，目前个人认为美联储加息的时间节点或许会比市场普遍的预期要来得更早。

信号三：就业状况稳定，工资增幅仍偏低

对于经济预期的看法至始至终是投资者解读美联储纪要时的一大重点，而此次纪要显示，美联储对经济复苏前景大体乐观，但仍对如工资增幅偏低等话题表露出一定忧虑。下半年可以重点关注一下私人部门。

总体而言，美联储的货币政策趋于正常化，而随着经济增速的加快，美联储正常退出QE的进程已经难以逆转，不过在首次加息时点上，市场仍存在一定分歧，个人对此问题保持美联储或早于投资者预期进行加息的看法。

对于贵金属来讲，因为美国经济的回暖，投资者对美国前景持乐观预期，美联储货币政策趋于正常化，加息时点或不断提前，资金将不断抽离贵金属，难以对其价格构成较大提振，长期贵金属很难再重现昔日美联储进行货币宽松时辉煌，即使出现上涨，投资者亦不宜过于乐观。

## 二、欧元区短期难以走出弱复苏，货币政策仍将偏宽松

2014年下半年，预计欧元区经济仍会维持弱复苏格局。欧元区通胀水平持续低迷。6月欧元区CPI为0.5%，与一季度相比差异不大。下半年，随着外围经济的好转，能源价格以及服务价格都可能会有所提升。如果通胀在下半年持续低迷，那么不排除欧央行出台进一步宽松的政策。

失业率仍处于高位。5月欧元区失业率为11.6%，较去年底仅下降了0.2个百分点。不过外围经济体在核心国家的带动下经济已经有所走稳，下半年服务业的缓慢回升可能有助于就业以及通胀的改善，但财政紧缩、银行惜贷以及居民去杠杆过程并未完成，因此就业状况的改善很难超出市场预期。

欧央行下半年仍有进一步宽松的可能性。如果6月欧央行推出的一系列宽松措施并不能显著刺激信贷增长，并且通胀一直维持在当前低位，那么欧央行在下半年仍有可能推出进一步宽松的货币政策举措，甚至量化宽松购买资产。

图 12: 欧元区: 失业情况



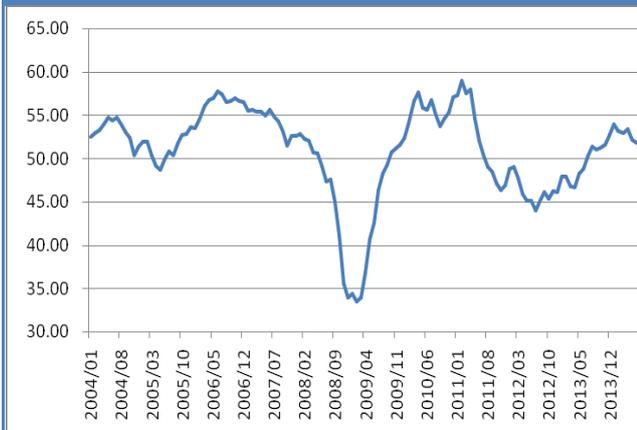
数据来源: WIND 资讯

图 13: 欧元区: 失业情况



数据来源: WIND 资讯

图 12: 欧元区: 制造业 PMI



数据来源: WIND 资讯

图 13: 欧元区: 经济景气指标



数据来源: WIND 资讯

对于贵金属来讲，欧央行负利率政策确实一度开启了贵金属第三阶段的大涨，目前贵金属仍在高位徘徊，一个比较好的解释是，欧央行负利率造成了一部分热钱选择流出欧元区，却进入了贵金属市场，下半年，欧元区维持宽松货币政策的概率仍然很大，从这一点看，欧元区的一些“风吹草动”或能对贵金属形成支撑。当然，欧元区对贵金属市场的影响从规模上会相对有限，支撑亦将属于结构性的支撑。

### 三、贵金属实物需求

对于贵金属实物需求，投资者主要关注印度和中国的消费情况，中国在出现“中国大妈”疯狂抢购之后，目前消费趋于理性，不过由

于一些风俗传统原因，一般到了传统消费旺季，季节性需求对贵金属还是会形成一些结构性的支撑。而对于印度的需求，市场目前关注印度进口关税能否进行下调。印度黄金行业一直期盼莫迪新政府能够放松去年实施的黄金进口限制，但2014年7月10日公布的财政预算案保持了限制政策不变，投资者大失所望。如果关税政策继续保持，印度的实物金需求将很难对贵金属形成支撑。

#### 四、贵金属 ETF 持仓情况

图 12: SPDR: 黄金 ETF: 持有量 (吨)

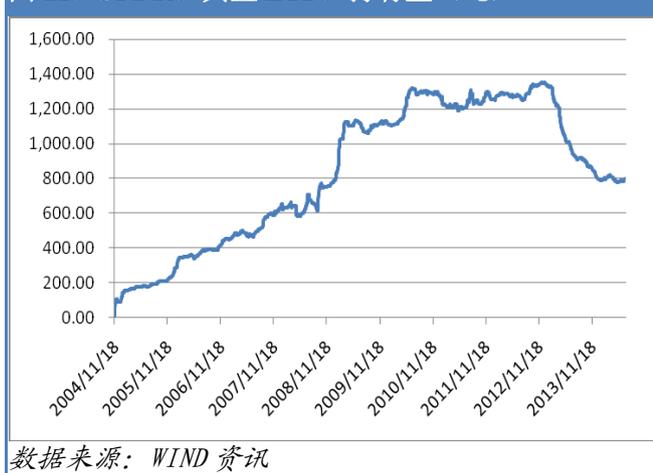
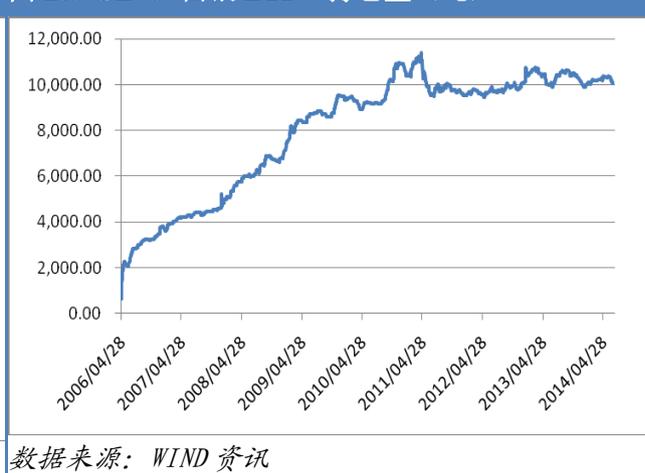


图 13: SLV: 白银 ETF: 持仓量 (吨)



截止2014年7月9日，主要黄金ETF中的SPDR持仓量为800.28吨，主要白银ETF中的SLV持仓量为10038.52吨。黄金ETF总体持仓量处于较低水平，从持仓量变动可以看出，资金流出贵金属的迹象比较明显，尤其是黄金。

#### 五、技术面分析

技术面来看，中长线看，经过了，伦敦金、伦敦银仍然在长期的盘整区间之内。总体盘整区间，伦敦金1180-1400，伦敦银18.6-22.2之间，未来贵金属突破盘整区间上沿，并且之后的回调力度减弱，才能保证中长线有一波较大规模的升势，否则，仍然以弱势震荡或震荡下行为主。从短线来看，伦敦金、伦敦银均在受欧央行负利率政策刺激大涨后高位震荡，目前来看，主要受到前期短线盘整区间上沿支撑，后市或仍有冲高，不过冲高高度目前只能看到长期盘整区间上沿，至于到了长期区间上沿附近能否继续冲高，还要看冲高情况及力度决定。若冲高力度较强，且有成交量配合，可以开始关注中长线机会。

图 14: 伦敦金中长线分析



图 15: 伦敦银中长线分析

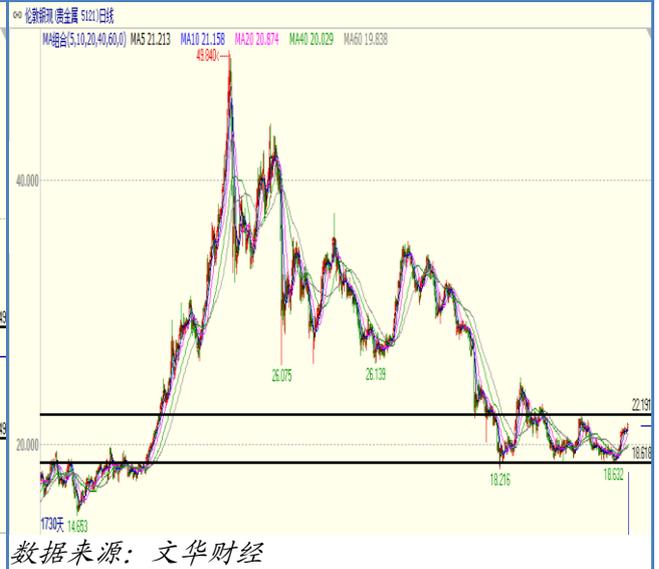
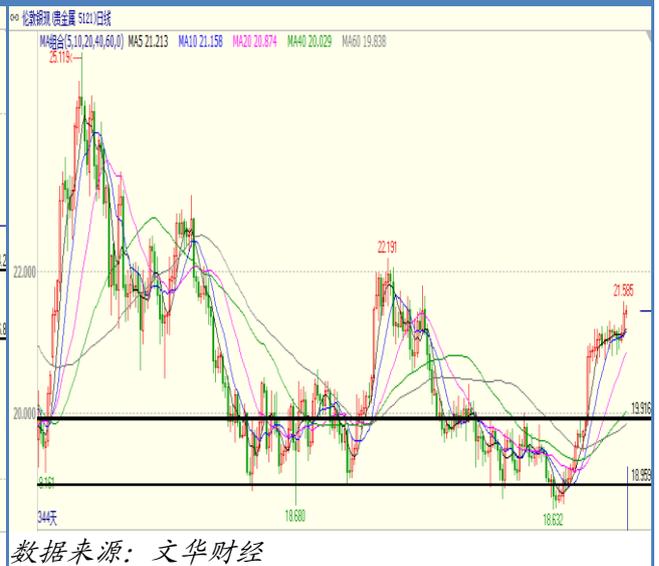


图 14: 伦敦金短线分析



图 15: 伦敦银短线分析



## 操作建议

2014 上半年金银总体呈现震荡走势, 主要就是以长期的盘整区间(伦敦金 1180-1400, 伦敦银 18.6-22.2)内走出结构性行情为主。而对于 2014 下半年, 我们认为贵金属难以走出中长期盘整区间, 后来中长线波动中枢或还是以今年上半年的波动区间为主, 原因有以下几点:

1、美国经济稳步回暖，货币政策逐渐明朗，而且美联储退出 QE 的时间节点可能要早于普遍的预期。中长线美联储货币政策在没有实质性的结果出来之前，始终会是贵金属多头的“紧箍咒”，贵金属很难走出爆发性多头行情。

2、需求提振有限。印度一直对黄金采取进口限制，作为重要的实物金需求大国，只要限制存在一天，对贵金属多头的打压就会一直存在。

3、资金流出明显。从美国大型基金 ETF 的持仓报告，可以看出金银的持仓暗淡，资金持续流出贵金属是大势所趋。

诚然如上所述，贵金属中长线难有表现，但是类似今年上半年的结构性行情仍然不会少，欧元区经济状况和货币政策的不稳定性，地缘政治的间歇性爆发及中印的传统消费旺季都可能造成贵金属的结构性多头行情，建议投资者把握好操作的节奏。

当然，从技术面考虑，中长线贵金属多头亦不是没有机会，一旦贵金属强势突破长期盘整区间上沿，并且之后的回调力度减弱，建议投资者尊重市场，跟随大势操作。

---

## 免责声明

---

本报告所载的内容仅作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，而中融汇信不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中融汇信力求准确可靠，但对信息的准确性及完整性不做任何保证。客户应谨慎考虑本报告中的任何意见和建议，不能依赖此报告以取代自己的独立判断，而中融汇信不对因使用此报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中融汇信期货有限公司的立场。中融汇信可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。未经中融汇信授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。