

热点题材不多 金银或震荡偏空

摘要

美国经济复苏在持续，利空黄金投资。特朗普政策推进艰难，影响力或减弱。美联储大概率更宽松，短期利多金银。重点关注下任美联储主席提名。人民币可能震荡缓慢贬值，轻微利多国内金银。

黄金目前在 1250 美元/盎司附近震荡，下半年可供炒作上涨的热点题材不多，预计下半年黄金或震荡小幅下跌，国内外黄金溢价或维持震荡。

下半年白银或维持宽幅震荡偏空，建议投资者以做空为主。若白银价格下跌，国内白银通常跌幅较小，国内外白银溢价大概率扩大，可进行套利交易。

智慧创造奇迹

一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy Excellent services

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

第 1 章	二季度黄金投资平稳 白银大幅回落.....	3
1.1.	供应减少、ETF 少量增加是一季度金价上涨主因	3
1.2.	投资性白银的增加是 2016 年银价上涨主因	4
1.3.	二季度黄金宽幅震荡 白银大幅回落.....	5
第 2 章	下半年重点关注.....	6
2.1.	美联储政策或更宽松 短期利多金银.....	6
2.2.	欧洲下半年影响或不大.....	10
2.3.	人民币对美元或小幅贬值 小幅利多国内金银	11
第 3 章	策略推荐.....	12
3.1.	热点题材不多 黄金或震荡小幅下跌.....	12
3.2.	跟随黄金 白银波动或更大	12
南华期货分支机构	13

第1章 二季度黄金投资平稳 白银大幅回落

1.1. 供应减少、ETF 少量增加是一季度金价上涨主因

今年一季度黄金的供应量环比和同比均有所减少，而需求方面，与去年四季度相比，多数需求回落，最大的变化是 ETF 及类似产品由卖出转为买入，但与去年同期相比，购入量有明显的减少。这样供应减少以及 ETF 需求转正是今年一季度金价上涨的主因，这与我们二季度报告中所判断的抛售力量不强是相一致的，而 ETF 需求并不十分旺盛是价格上涨 8.49%、涨幅较去年同期回落的原因。

白银的波动性更大，一季度价格上涨 14.8%，涨幅不到黄金涨幅的两倍，同期现货铂金涨幅为 5.32%，比黄金涨幅更小，而钯金则大涨 17.16%。钯金大涨主要因钯金的汽车尾气净化催化剂需求近年来持续增长，而钯金的地面库存最近几年持续在下降，今年一季度贵金属市场整体氛围比较乐观，钯金的供需矛盾就被放大了，现货供应的紧张更是导致近期 NYMEX 钯金近月期货价格高于远月的逼仓现象。钯金目前是四大贵金属中供应最为紧张的品种，投资者可以通过横华国际来交易 NYMEX (美国纽约商业交易所)钯金期货。

表 1.1: 黄金季度供需平衡表 (单位: 吨)

	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17
供应					
矿产金	767.8	794.8	847.8	845.0	764.0
生产商净对冲	47.5	23.9	-16.8	-22.0	-15.0
回收金	360.0	342.3	337.1	256.5	283.0
总供应	1,175.2	1,161.0	1,168.2	1,079.6	1,032.0
需求					
制造业					
珠宝首饰	473.4	446.4	510.2	559.1	488.8
工业制造业	76.4	80.1	82.5	84.5	78.5
金币金条总需求	264.9	212.6	189.6	374.9	289.8
ETF 及类似产品	342.1	237.4	145.5	-192.8	109.1
央行及其他	104.1	77.9	86.7	108.5	76.3
黄金需求	1,260.8	1,054.4	1,014.6	934.2	1,042.4
盈余/赤字	-85.6	106.6	153.6	145.4	-10.4
总需求	1,175.2	1,161.0	1,168.2	1,079.6	1,032.0
LBMA 黄金价格 (US\$/oz)	1,182.6	1,259.6	1,334.8	1,221.6	1,219.5
现货黄金美元价格季环比%	16.12%	7.25%	-0.41%	-12.54%	8.49%
现货白银美元价格季环比%	11.55%	21.27%	2.39%	-16.97%	14.80%
现货铂金美元价格季环比%	9.76%	4.63%	0.34%	-11.74%	5.32%
现货钯金美元价格季环比%	0.42%	5.78%	20.94%	-5.63%	17.16%

资料来源: 世界黄金协会 南华研究

1.2. 投资性白银的增加是 2016 年银价上涨主因

白银的数据统计相对滞后，只有年度的数据。2016 年白银矿产量小幅回落，回收银随着价格的下跌最近几年持续下降，2016 年即使价格回升回收银产量也有所下降，但价格上涨促使生产商对套保头寸进行了减持，总供应量去年继续回落。

实物需求方面，仅光伏电池需求有所上升，其他需求分项普遍回落。光伏电池属于清洁能源，是朝阳产业，其他实物需求的回落可能是因价格上涨所致，另一方面，白银 ETF 库存以及交易所库存大量增加，从而供应总赤字较前一年有所扩大。白银的实物赤字状况已经持续几年的时间了，但价格却持续下跌，我们认为白银 ETF 和交易所库存需求更多的是投资属性，生产商的对冲行为也包含着对价格的判断，这些投资白银的增加是 2016 年白银价格上涨的主因。

表 1.2：白银供需平衡表（单位：百万盎司）

	2012	2013	2014	2015	2016
供应					
矿产银	791.7	823.7	868.6	890.8	885.8
净官方部门	7.4	7.9
回收银	253.8	191	165.3	141.1	139.7
净对冲供应	-47.1	-34.8	16.8	7.8	-18.4
总供应	1005.8	987.8	1050.7	1039.7	1007.1
需求					
珠宝首饰	187.4	221.8	227.9	228.3	207
银币和银条	159.2	240.6	234	290.7	206.8
银器	43.7	58.8	60.7	62.9	52.1
工业制造	600	604.5	595.7	569.6	561.9
电子电器	266.7	266	263.4	245.9	233.6
钎焊合金和焊料	61.1	63.7	66.7	61.5	55.4
摄影	54.2	50.5	48.5	46.6	45.2
光伏电池	58.2	55.9	51.8	57.2	76.6
环氧乙烷（杀菌等）	4.7	7.7	5	10.2	10.2
其他工业应用	155	160.8	160.5	148.4	141
总实物需求	990.2	1125.8	1118.3	1151.5	1027.8
实物盈余/赤字	15.6	-137.9	-67.6	-111.8	-20.7
ETF 库存构建	55.3	2.5	1.5	-17.7	47
交易所库存构建	62.2	8.8	-5.3	12.6	79.8
净平衡	-101.9	-149.2	-63.8	-106.7	-147.5
白银价格 (US\$/oz)	31.15	23.79	19.08	15.68	17.14
现货白银价格年度变动%	8.98%	-35.84%	-19.43%	-11.87%	15.00%

资料来源：Thomson Reuters 南华研究

1.3. 二季度黄金宽幅震荡 白银大幅回落

一季度黄金 ETF 持仓仅少量增加,但价格在去年四季度大跌的基础上大幅反弹,从供需的角度来,供应减少也是价格上涨的一个原因;二季度黄金 ETF 持仓仍少量增加,但价格维持在 1250 美元/盎司宽幅震荡,季度累计下跌 0.6%。

CFTC 持仓报告显示,截止到 6 月 20 日,二季度 COMEX 黄金非商业多头和净多头均小幅增加,但从图形上看,多头持仓是宽幅震荡的。

黄金 ETF 持仓变动不大和 COMEX 黄金非商业净多头宽幅波动与黄金二季度价格维持横盘震荡互为因果。

表 1.3: 黄金白银 ETF 持仓变动百分比 (截止到 6 月 20 日)

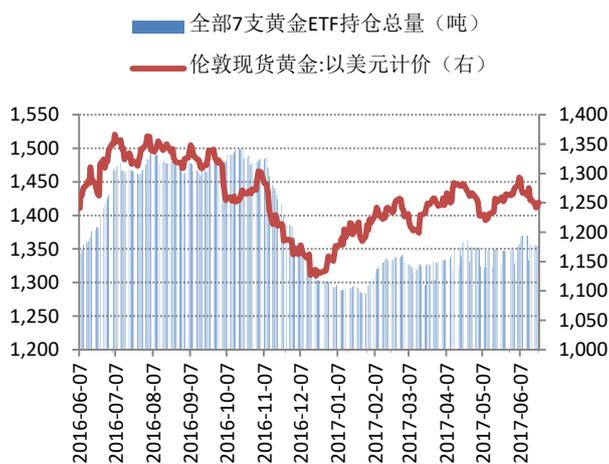
	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17
COMEX 黄金 (美元/盎司)	16.40	7.32	-0.45	-12.65	8.65	-0.60
主要黄金 ETFs 持仓	24.79	13.53	3.61	-11.99	2.27	1.92
SPDR 黄金持仓	27.54	15.96	-0.22	-13.27	1.23	2.57
COMEX 白银 (美元/盎司)	11.75	21.65	2.39	-17.07	14.51	-10.10
主要白银 ETFs 持仓	4.51	1.16	5.35	-2.70	-1.84	2.76
SLV 白银持仓	4.61	0.29	8.63	-5.79	-3.23	2.24

资料来源: Wind 资讯 南华研究

白银 ETF 持仓与价格的相关性不强,今年一季度 ETF 少量减持,白银价格大涨;二季度 ETF 少量增持,白银价格却大幅下跌。

图 1.1、二季度黄金 ETF 持仓增加不多

图 1.2、二季度白银 ETF 持仓先增后减



资料来源: Wind 资讯 南华研究



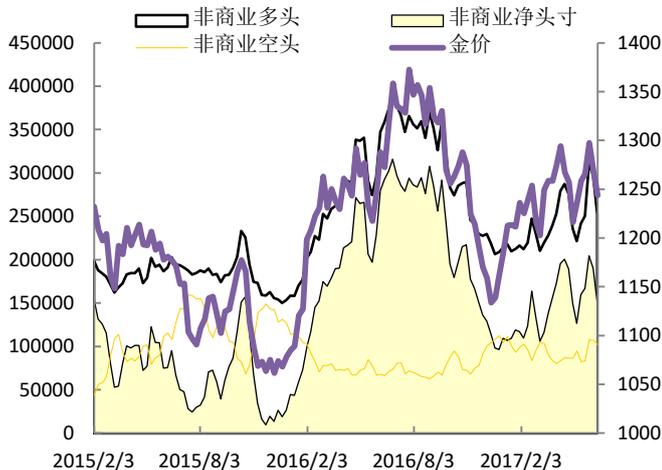
资料来源: Bloomberg 南华研究

CFTC 持仓报告显示, COMEX 白银二季度非商业净多头大幅减少近一半,与黄金的持仓结构相差很大,这是白银价格大幅下跌的直接原因。

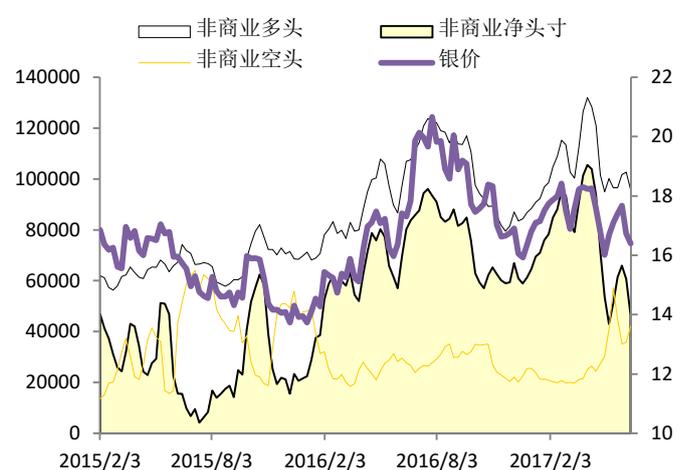
白银价格的走势还是与黄金相关性最强,一季度白银涨幅较黄金更大,二季度白银的跌幅则远远大于黄金,主要因白银的投资需求比较不稳定,黄金投资需求的低迷会严重打击到白银的投资需求,同时受到大宗商品二季度总体弱势影响,白银价格本身波动性投机性也更强。

图 1.3、二季度黄金非商业净多头宽幅波动

图 1.4、二季度白银非商业净多头大幅减少



资料来源：Bloomberg 南华研究



资料来源：Bloomberg 南华研究

第2章 下半年重点关注

2.1. 美联储政策或更宽松 短期利多金银

二季度黄金价格宽幅震荡，价格的上涨主要受到避险情绪（主要是特朗普引起的）以及预期货币政策宽松的推动，而价格的下跌主要受到避险情绪回落、经济数据较好以及美联储 6 月鹰派加息的影响。白银的投资情绪在一季度强于黄金，二季度则大幅回落远不及黄金，预计下半年白银的价格以及投资情绪仍主要跟随黄金。

下半年主要关注美联储的货币政策以及美国总统特朗普及各项财政政策的落实情况。目前美联储给市场的信号是 9 月缩表，12 月再次加息，因财政政策推进艰难以及原油上涨动力不足、通胀率或难以较快回升至 2%，美联储下半年大概率实行较目前更宽松的货币政策，利多黄金白银。而特朗普未来可能提名政策倾向更宽松的美联储主席，这将带来经济的过热，或将是金银长期上涨的动力。

2.1.1. 二季度市场乐观情绪下降

如表 2.1.1 所示，今年一季度美股表现良好，二季度美股涨幅不及一季度，但仍普遍上涨，VIX 波动率指数进一步大跌，显示恐慌情绪持续下降。美股上半年的强势主要受到经济进入复苏周期、特朗普刺激性财政政策预期的影响，二季度市场乐观情绪有所回落。金融行业指数涨幅一、二季度均不及综合指数，显示特朗普交易上半年表现一般，市场对于特朗普的政策仍有期待但期待不高。

美元指数一季度下跌 1.82%，二季度下跌 2.58%，或与特朗普的弱势美元政策有关，另外可能与其他国家经济也在复苏有关。二季度 10 年期国债收益率下跌 23 个基点，显示避险情绪有所回升。

表 2.1.1：美国 2017 年二季度金融市场表现%（截止到 6 月 20 日）

	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17
COMEX 黄金主力收盘价	16.40	7.32	-0.45	-12.65	8.65	-0.60
COMEX 白银主力收盘价	11.75	21.65	2.39	-17.07	14.51	-10.10

美元指数	-4.10	1.65	-0.74	7.07	-1.82	-2.58
10 年期国债收益率 (基点)	-50	-30	9	85	-6	-23
纳斯达克综合指数	-2.75	-0.56	9.56	1.34	9.82	4.67
道琼斯工业平均指数	1.49	1.38	1.66	7.94	4.56	3.89
标普 500 综合指数	0.77	1.90	2.91	3.25	5.53	3.15
SP500 波动率指数(VIX)	-23.39	12.04	-16.19	5.64	-11.89	-12.21
标普 500 金融行业指数	-5.60	1.54	3.64	20.48	2.08	2.45
CRB 指数	-3.19	12.93	-4.92	3.33	-3.44	-8.73

资料来源: Bloomberg Wind 资讯 南华研究

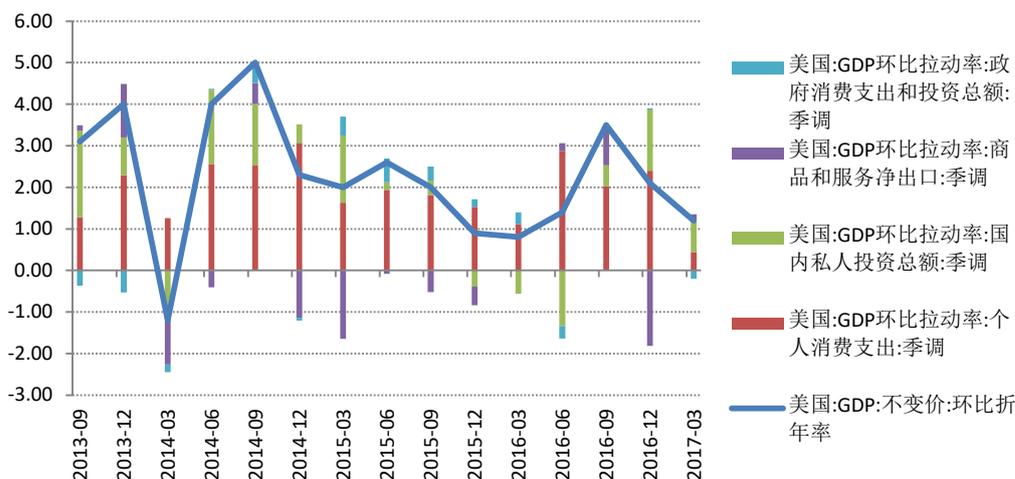
CRB 指数一二季度分别下跌 3.44%、8.73%，商品市场总体表现不佳，其中原油跌幅较大。尽管 OPEC 和部分非 OPEC 国家在 5 月下旬达成协议决定延长限产协议，但原油价格此后大幅下跌，一是利多出尽，另外美国页岩油产量持续提升并且解除出口限制，天然气产量的提升也对原油价格利空。

金银一季度大涨，二季度黄金保持横盘震荡，白银大跌 10.10%，部分受到商品总体弱势的影响。

2.1.2. 经济复苏持续 但二季度部分数据放缓

今年一季度美国个人消费不佳，美元指数的回落使得净出口的拖累也消失了，一季度 GDP 继续回落仅增长 1.2%，表现不算很好，但美联储并未过多关注 GDP 数据，在 3 月和 6 月分别两次加息。

图 2.1.1: 2017 年一季度美国 GDP 继续回落



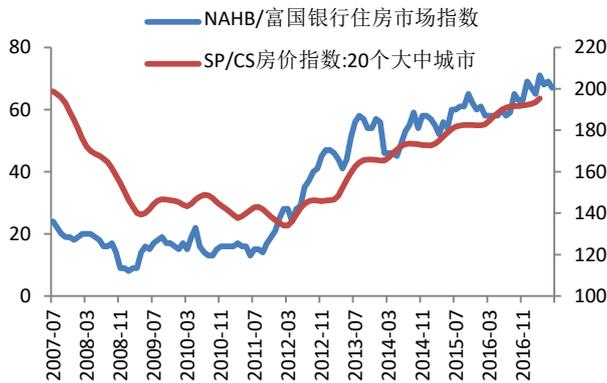
资料来源: Wind 资讯 南华研究

如图 2.1.2 和图 2.1.3，美国房地产市场中，NAHB 住宅市场指数上半年维持在最近几年的高位但近期小幅回落，新建住房销售和成屋销售表现良好，建筑支出上半年表现也不错，但已获得批准的新建私人住宅和已开工的新建私人住宅上半年有明显下滑的势头，20 大中城市房价指数持续上涨。以上数据表明美国房地产市场发展基本良好，但近期略有放缓的迹象未来需密切关注。

如图 2.1.4 所示，ISM 制造业和非制造业指数保持在高位，Markit 制造业和服务业指数近期有所回落。图 2.1.5 中制造业新订单二季度有所回落，耐用品订单 4 月份数据也是有所回落。

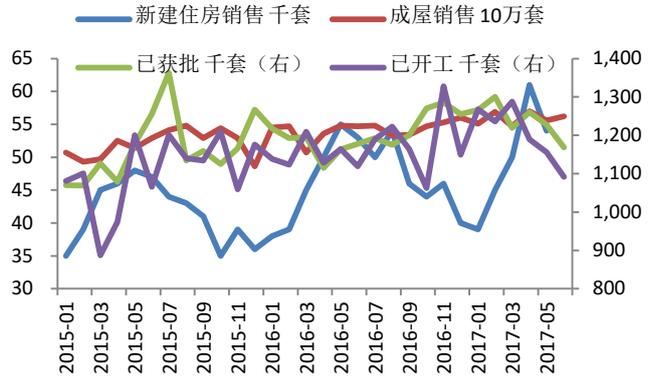
以上数据显示实体经济复苏在持续，但近期并不是十分乐观。

图 2.1.2、房地产市场二季度活动度小幅回落



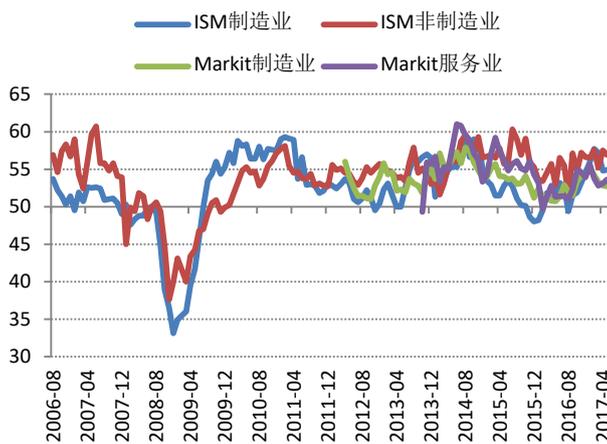
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.3、房屋销售良好但已获批和已开工近期下滑



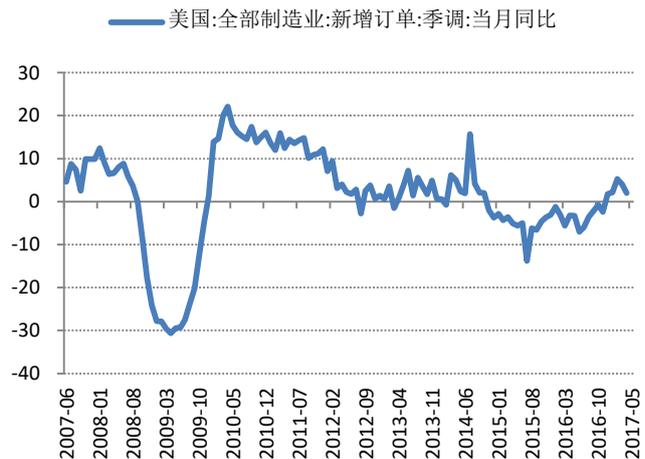
资料来源: Bloomberg 南华研究

图 2.1.4、二季度 PMI 保持在高位 部分小幅回落



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.5、制造业新订单二季度有所回落



资料来源: Wind 资讯 南华研究

总体来看, 美国经济复苏在持续, 但二季度并不是十分乐观, 近期部分数据有放缓的迹象, 与美股二季度涨幅回落、市场乐观情绪下降的表现相一致。

2.1.3. 美联储下半年可能较目前宽松 或短期利多金银

美联储在 6 月 FOMC 会议上继 3 月份之后再次加息 25 个基点, 会议声明对经济展现了乐观的态度, 虽然承认通胀指标近期下降, 但预计通胀中期稳定在 2% 目标左右, 并给出了明确的年内缩表的信号, 耶伦更是表态可能会相对迅速地实施资产负债表计划。在美联储中期预测报告中, 有 75% 的委员预计年内至少再加息一次。

表 2.1.2: 2017 年下半年 FOMC 议息会议时间表

时间 (美国东部时间)	决议内容
7 月 25 日-26 日	仅发布声明
9 月 19 日-20 日	声明、预测、主席新闻发布会

10月31日-11月1日

仅发布声明

12月12日-13日

声明、预测、主席新闻发布会

资料来源：FED 官网 南华研究

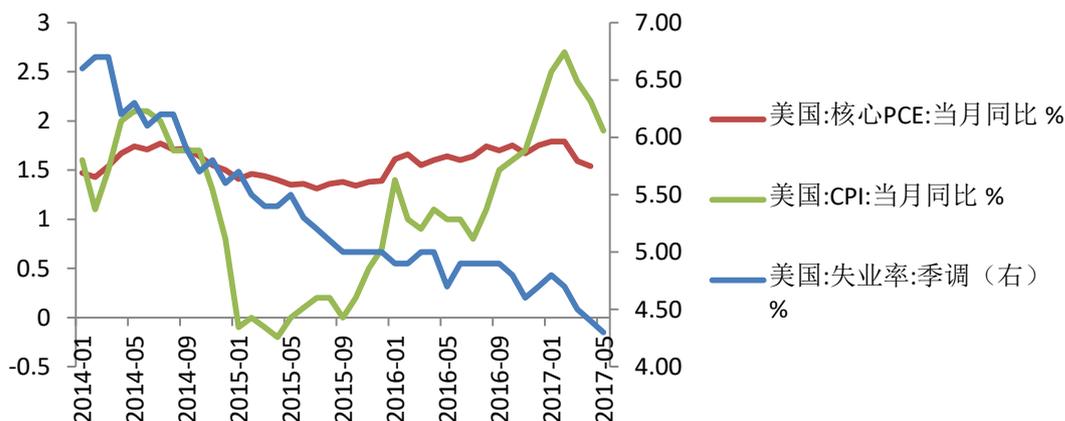
美国经济数据一季度的确表现良好，二季度也不错，但近期有放缓的迹象，美国的金融市场二季度也是乐观情绪在下降。美联储6月会议上释放的信号是基于以往的数据，较偏鹰派。我们认为美联储目前对经济前景、通胀前景都过于乐观。

事实上，上半年美国经济的复苏部分受益于特朗普当选总统的蜜月效应，也有部分受益于此前的宽松货币政策。事实上特朗普的政策仍在艰难推进中，比此前宣称的进展慢的多，下半年政策的推进预计仍不会顺利，对市场的刺激或继续减弱。美联储今年已经加息2次，预计其影响将逐步显现。

如图 2.1.6，尽管失业率在下降，工资在持续上升，但通胀率近期明显下滑，主要受原油价格下跌影响，也反映了原油价格对通胀率的影响更大。由于下半年 OPEC 达成较现有协议更严厉的减产或限产协议的可能性不高，美国页岩油增产趋势未变，下半年原油或不存在趋势大涨的基础，通胀率或难以较快回升至 2%。

因此下半年货币政策大概率较目前美联储宣称的更宽松，这将短期利多黄金白银。

图 2.1.6：美国失业率持续下降但通胀率近期明显回落



资料来源：Wind 资讯 南华研究

另外耶伦任期到 2018 年 2 月，下半年美国总统特朗普将提名下一任美联储主席人选，预计也将对市场产生影响。从特朗普的行为来看，特朗普倾向于提名符合他自己想法的人选担任美联储主席，特朗普希望美联储为他的政府服务，而特朗普的政府非常注重短期经济利益。

因此我们认为耶伦连任的概率不高，特朗普或提名更倾向于金融去监管、放弃美联储独立性的人员担任主席，这将在 2018 年及以后带来更宽松的货币政策。我们认为特朗普未来可能致力于利用宽松的财政政策甚至货币政策（因两党制其财政政策推进艰难，而美联储的职位空缺为特朗普控制美联储提供了条件），努力创造出繁荣的经济局面。而根据经济学理论，在经济复苏阶段政府应该逆经济周期而动，即加强监管、适当收紧财政政策和货币政策。在经济危机后实行极度宽松的货币政策长达 9 年的今天，特朗普的这种过分关注短期经济的行为极易造成经济过热并形成较以往任何时候都更大的经济泡沫。届时货币政策的宽松以及经济的过热也将利多黄金白银，这或许是未来金银趋势上涨的最大推动力量，因此下半年需密切关注下任美联储主席人选。

2.2. 欧洲下半年影响或不大

2.2.1. 欧元区二季度乐观情绪下降 对金银影响不大

欧元区金融市场一季度表现非常乐观，股市纷纷大涨，多数国债遭抛售；二季度乐观情绪明显下降，股指涨幅普遍回落，10年期国债普遍遭抢购，但希腊国债收益率大跌141个基点，显示市场对其违约的担忧明显缓解。上半年欧元持续对美元升值，二季度升值幅度更大，对欧元区的经济并不是好事情。

欧元区金融市场上半年总体的表现与美国的基本类似，显示欧元区经济也在复苏进程中，预计下半年经济复苏持续，对金银的影响预计不大。

表 2.2.1：欧元区 2017 年二季度金融市场表现乐观%（截止到 6 月 20 日）

	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17
欧洲股市						
欧盟斯托克 50 价格指数	-8.61	-4.67	4.80	9.60	6.39	1.71
德国 DAX30 指数	-7.24	-2.86	8.58	9.23	7.25	4.08
法国 CAC40 指数	-6.24	-3.37	4.97	9.31	5.35	3.34
意大利富时 MIB 指数	-15.41	-10.59	1.25	17.28	6.54	1.55
西班牙 IBEX35 指数	-9.53	-6.42	7.55	6.52	11.88	2.71
10 年期国债收益率(基点)						
德国	-48	-28	1	33	12	-7
法国	-50	-30	0	50	28	-37
意大利	-38	4	-7	63	50	-41
西班牙	-33	-27	-28	50	28	-28
希腊	30	-30	-1	-117	-12	-141
汇率						
欧元兑美元	4.20	-2.49	0.53	-5.56	1.42	4.35

资料来源：Bloomberg Wind 资讯 南华研究

2.2.2. 下半年欧洲政治事件对金银的冲击预计不大

上半年欧洲经历了法国大选、英国提前大选，但并未飞出黑天鹅，对金融市场以及金银的影响并不是很大。下半年 9 月德国将举行大选，上半年市场对此关注度不高，预计默克尔连任概率较高，下半年对市场影响预计也不会很大。意大利也有可能提前大选，但同样预计影响不大。希腊国债收益率大幅下降，下半年爆发债务危机的可能性也非常小。

欧洲目前的关注焦点在英国脱欧谈判上，但预计该谈判历时较长过程较艰难，市场已经有了充分的准备，预计对黄金白银的影响不大。

综上所述，下半年欧元区爆发能够冲击到黄金白银市场的重大政治事件的可能性不大，预计对金银价格的影响不大。

2.3. 人民币对美元或小幅贬值 小幅利多国内金银

今年一季度和二季度人民币对美元持续小幅升值，国内黄金的涨幅一季度不如国外，主要因国内溢价回落，而二季度国内黄金的波动与国外相差不大，溢价也基本横盘震荡有小幅回落。

白银的季度波动国内普遍大幅小于国外，国内白银的波动性相对较小，而国内外白银的溢价则波动较大，除了与人民币对美元的汇率有关外，与国外白银的价格波动也成反比。

表 2.3.1：中国贵金属市场一季度表现远不及外盘%（截止到 6 月 20 日）

	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17
上期所黄金主力收盘价	13.32	10.48	0.81	-4.89	2.67	-0.13
上期所白银主力收盘价	3.53	19.32	4.97	-3.59	1.92	-4.03
美元兑人民币：即期汇率	-0.40	2.72	0.40	4.19	-0.83	-0.94

资料来源：Wind 资讯 南华研究

人民币对美元的汇率主要由贸易顺/逆差（受贸易政策、各国经济活动等影响）、资本逆/顺差（受各国利差、市场情绪、投资机会等影响）和央行调控（行政干预：外汇管理措施、市场操作：外汇储备和投放基础货币）决定，其中资本的流动影响最大，央行的调控通常只能缓冲资本流动的影响。

目前国内经济处于周期中下行的阶段，而美国处于经济复苏、逐步加息的周期阶段，因此预计人民币对美元贬值的趋势不会改变。另外美国市场信心也影响到汇率走势，下半年美联储若推迟加息或缩表，则人民币短期仍有小幅升值的动力。总体来看，下半年人民币对美元或维持震荡缓慢贬值的走势，对国内黄金白银价格有一定的利多影响，金银的溢价预计维持震荡。

图 2.3.1、国内黄金溢价二季度震荡小幅下跌

图 2.3.2、国内白银溢价二季度宽幅波动



资料来源：Wind 资讯 南华研究



资料来源：Wind 资讯 南华研究

另一方面，人民币对美元若持续贬值，可能导致国内对黄金的消费以及投资需求的增加，根据统计，去年四季度以及今年一季度国内黄金消费就处于高位，与人民币对美元在去年四季度的大幅贬值有直接的关系。这种情况若持续，国内的实物黄金需求可以成为支撑黄金趋势上涨的重要力量。

印度将于 7 月 1 日实施全国统一的新税制，对黄金消费征收 13%（包括 10%的进口税和 3%的消费税）的税款，印度政府还准备年内创立首家现货黄金交易所。由于印度此前一直对黄金进口实行限制，因此我们认为此次税改对黄金消费短期有一定的影响，但中长期影响或不大。

第3章 策略推荐

3.1. 热点题材不多 黄金或震荡小幅下跌

特朗普上半年对金银影响还是比较大的，但其财政政策推进艰难，市场对其关注度下降，下半年特朗普对金银的影响力或减弱。特朗普的医改、税改、基建以及放松监管等政策预计仍在艰难推进，市场目前期待应该不是很高，若以上政策有实质性进展可能将利多经济短期利空金银。目前美国经济复苏在持续，一定程度上利空黄金投资。

下半年美联储对金银的影响预计最大。美联储目前预期9月缩表，12月再次加息，但近期有部分经济数据放缓，金融市场乐观情绪在二季度也有所下降，原油下半年没有大涨的动力，这或将影响到通胀率可能持续疲软。因此我们认为下半年经济可能有轻微放缓，美联储大概率将比目前宣称的鹰派立场略为宽松，这将短期利多黄金白银。另外下半年需重点关注下任美联储主席的人选。

欧洲下半年预计对金银的影响不大。人民币对美元近期持续贬值，下半年可能维持震荡缓慢贬值的走势，轻微利多国内黄金白银价格；另外人民币的贬值预期或将继续带动国内的黄金消费维持在高位，这将为黄金实物需求提供支撑，但实物需求对价格的影响通常并不是很大。

国际黄金目前在1250美元/盎司附近震荡，下半年可供炒作上涨的热点题材不多：主要有美国经济复苏放缓、美股暴跌避险情绪升温、缩表加息推迟等，因此预计下半年黄金或震荡小幅下跌，国内外黄金溢价或维持震荡。建议下半年逢高卖出国内黄金期货、现货，同时对于场外期权，推荐买入熊市价差期权或者看跌期权。

3.2. 跟随黄金 白银波动或更大

白银一季度大涨二季度大跌，绝大部分的走势还是跟随黄金的，只是波动较黄金更大。下半年白银或维持宽幅震荡偏空，建议投资者以做空为主，可逢高卖出国内白银期货、现货，同时对于场外期权，推荐买入熊市价差期权或者看跌期权。

同时若白银价格下跌，国内白银通常跌幅较小，国内外白银溢价大概率扩大，投资者可进行套利交易。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

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

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话: 0577- 89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

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: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

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: 0931-8805351

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: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话: 010-63161286

太原营业部

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、804、810、811 室
电话: 0451-58896600

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 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

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: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003
电话: 022-28378072

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话: 02150431979

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: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房、2009 房
电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292777

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

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
电话：0663-2663855

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 1 号楼 301、302、312、313 室式
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

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复
电话：0754-89980339

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

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，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我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