

► 研报 · 金银

黄金头部显现，白银区间待破

倍特期货 · 研究发展中心

2018年6月26日

2018年二季度，黄金白银期价在震荡中重心下移。整个上半年，黄金期价呈冲高回落走势，白银则以区间运行为主。展望三季度甚至下半年，在美联储鹰派加息预期下，基本上还难以找到与之抗衡的利多题材，黄金期价继续下行概率大，白银则耐心等待区间突破后再跟进！

相关报告：

《2018年年报：波幅将放大，不宜太乐观》

《2018年季报：二季度先扬后抑概率大》

分析师：张中云

投资咨询证号：Z0001456

联系电话：0816-2238660

QQ：381251769

要点：

- ◆ 美联储下半年进一步加息预期鹰派，构成主压力。
- ◆ 贸易战支持相对有限，地缘政局平稳，避险需求不强。
- ◆ 通胀不高仍难刺激保值需求。
- ◆ 黄金实物需求下降，白银需求不乐观。
- ◆ 基金持仓信心低迷。

观点和操作策略：整个基本面利空因素占据主导，黄金显现阶段头部特征，进一步以通道方式震荡下行概率较高，反弹沽空为主，沪金 1812 上方压力参考 274、276，下方支撑 267、260；白银三季度维持区间震荡或通道走势概率大，操作上以区间短线交易为主，打破区间方可顺势做趋势打算。沪银 1812 技术支撑参考 3680、3560，压力参考 3890、3950。

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、主要影响因素分析

（一）美联储上半年兑现两次加息，对进一步加息预期鹰派，构成金银主要压力

在 6 月中旬的美联储议息会议上，美联储如期上调联邦基金利率目标区间 25 个基点，至 1.75%-2.00%。至此，今年上半年美联储已兑现两次加息，货币收缩步伐义无反顾。对于下半年的进一步加息预期，会议上更多官员预计年内将加息四次，意味着下半年还有两次加息，这比市场预期更偏鹰派。美联储主席鲍威尔也多次表态支持渐近加息。

从美国上半年的经济数据来看，美国一季度美国国内生产总值（GDP）环比折年率修正值为增长 2.2%；美国失业持续走低，5 月失业率仅 3.8%，创十八年新低；制造业采购经理人指数（PMI）不仅一直位于 50 荣枯线之上，且今年上半年基本在接近 60 的相对高位徘徊，制造业扩张势头较好；美国居民消费价格指数 CPI 今年以来持续走高，5 月 CPI 同比上涨 2.8%，同比涨幅创 2012 年 2 月以来最大纪录。这些数据也支持美联储的进一步加息。美联储主席鲍威尔 6 月下旬在葡萄牙辛特拉的讲话中更是称，继续渐进加息的理由强大。

其他央行方面，欧央行和日本央行在 6 月的会议上略偏鸽派，只是这种鸽派言论对于市场的边际效用明显降低。英国央行在 6 月的会议上维持利率不变，但支持加息的委员由之前的两位增加至三位，货币政策收缩可能维持。

可见，美联储坚定的货币收缩政策将是金银期价的主要压力，其他央行货币政策不仅难以对冲美联储加息压力，还有强化这种压力的倾向。

（二）贸易战拖累市场人气影响不多反偏空，地缘政局平静避险需求不足

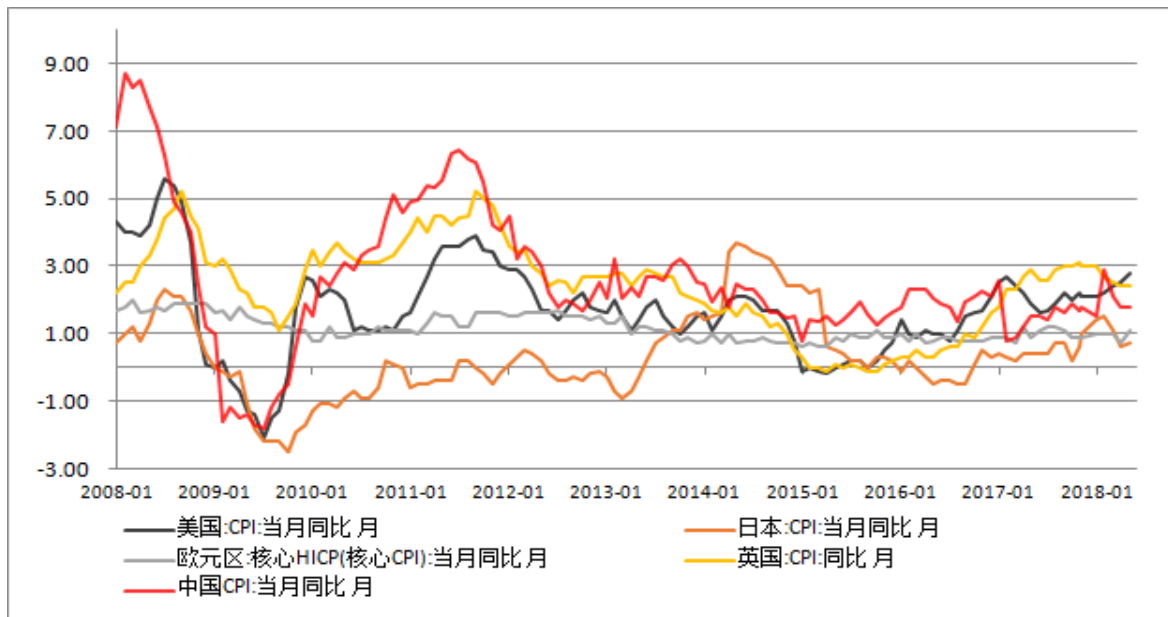
今年二季度后，美国总统特朗普的贸易保护政策引发的贸易战逐步升级，与主要经济体之间的贸易战呈全面爆发态势。从发展趋势来看，贸易战在很大程度上已是不可逆转。但从这几个月金银的表现来看，贸易战对金银价格的影响并不明显，最多也只是体现在短线冲击上。可见，贸易战对金银避险需求的刺激并不明显。从另一方面来讲，市场普遍担忧贸易战会对全球经济增长带来负面影响。欧洲央行工作人员的曾做过模拟，如果贸易战全面爆发，在关税改变后的第一年里，全世界的货物贸易额可能就会下降高达 3%，全世界的国内生产总值（GDP）将出现高达 1% 的下降幅度。这种市场预期，对大宗商品市场人气起到负面影响，金银也受到拖累。这也是贸易战以来，金银价格不仅未涨，价格重心反而下移的原因之一。

地缘政治局势方面，在中朝、中韩、中美领导人的不断会晤后，金正恩承诺放弃核武，这让朝鲜半岛局势得到了很大的改善。另外，特朗普一心扑在贸易战上，中东等地区局势也相对稳定。地缘政治短期内相对平静，暂时不会刺激起较强的避险需求。

（三）主要经济体通胀水平仍然偏低，难以刺激保值需求

从历史统计来看，高通胀下的保值需求是金银的一个重要的利多题材。但目前，全球通胀水平仍然偏低（见图 1），原油的上涨也没能有效的拉动通胀率的上升。今年上半年这几个月，除了美国居民消费价格指数（CPI）在逐月走高外，欧元区 CPI 指数相对偏稳，日本、英国、中国 CPI 指数还有所下降。主要经济体中多数国家的 CPI 都还没有回升到理想的水平，更不用说让通胀来刺激保值需求。展望三季度甚至下半年，全球货币环境仍偏向于收缩。原油方面 OPEC 达成增产协议制约原油期价进一步上涨空间。因此，全球通胀率水平预计难有大的上升，难以刺激金银的保值需求。

图 1：全球主要经济体居民消费价格指数（CPI）



（数据来源：WIND 资讯、倍特期货）

（四）实物需求方面，黄金需求低迷，白银需求难见乐观

根据世界黄金协会统计数据，今年一季度黄金供应稳中有增；需求方面，仅各国央行和其他机构增持明显，但央行储备与黄金价格相关性低；其他诸如金饰、金条金币、ETF 等需求项均出现了明显的下降（见表 1）。特别是作为黄金需求大国的印度，今年黄金进口量已连续数月下降。根据

彭博的数据，2018年前5个月黄金进口量较上年同期下降了42%，6月至8月的季风季节被认为是黄金需求疲弱期，不会有太大起色。预计印度2018年全年的黄金进口量可能下降至少15%。

表 1：黄金供求平衡表

	2017年第 1季度	2017年第 2季度	2017年第 3季度	2017年第 4季度	2018年第 1季度	年同比变 化%
供应里						
金矿产量	759.8	811.2	849.6	877.9	770.0	▲ 1
生产商净对冲额	-15.5	-8.2	8.5	-10.8	5.8	-
再生金量	287.3	281.8	319.1	278.5	287.7	▲ 0
总供应量	1,031.6	1,084.8	1,177.2	1,145.6	1,063.5	▲ 3
需求里						
加工品						
金饰 ¹	505.8	514.6	515.2	607.4	496.3	▼ -2
科技	78.9	81.5	84.3	88.5	82.1	▲ 4
加工量小计	584.6	596.1	599.5	695.9	578.3	▼ -1
金条和金币总需求量	298.2	248.7	233.0	258.9	254.9	▼ -15
黄金ETFs及类似产品 ²	96.0	64.6	13.2	28.9	32.4	▼ -66
各国央行和其他机构 ³	82.2	96.4	121.8	73.6	116.5	▲ 42
黄金需求（制造基础）	1,061.1	1,005.8	967.5	1,057.3	982.0	▼ -7
顺差/逆差	-29.5	78.9	209.7	88.3	81.5	-
总需求	1,031.6	1,084.8	1,177.2	1,145.6	1,063.5	▲ 3

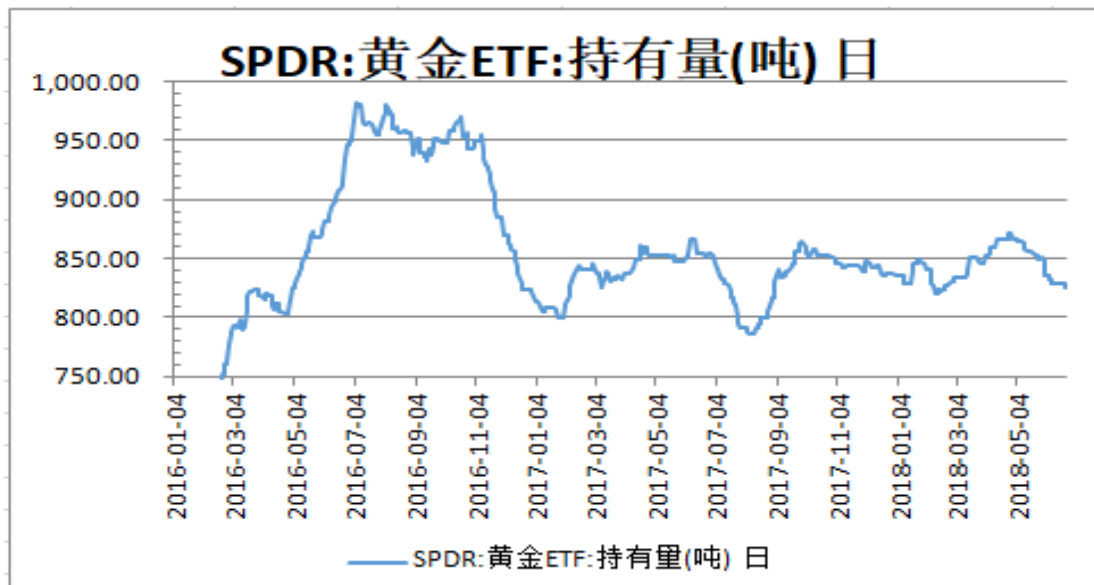
（数据来源：世界黄金协会）

白银方面，贸易战增大了全球经济的不确定性，工业需求没有预期乐观。同时，今年6月1日，中国国家发改委、财政部、国家能源局联合印发了《关于2018年光伏发电有关事项的通知》，宣布下调馈入关税，移除事业项目补贴，以及新安装的限制小型光伏发电量在10兆瓦以下。中国是全球最大的光电太阳能电池生产国和终端使用国，太阳能电池行业需求又去年占到白银总需求9%。因此，我国的太阳能行业新规预计对白银需求将产生负面影响。

（五）基金持仓信心仍然低迷

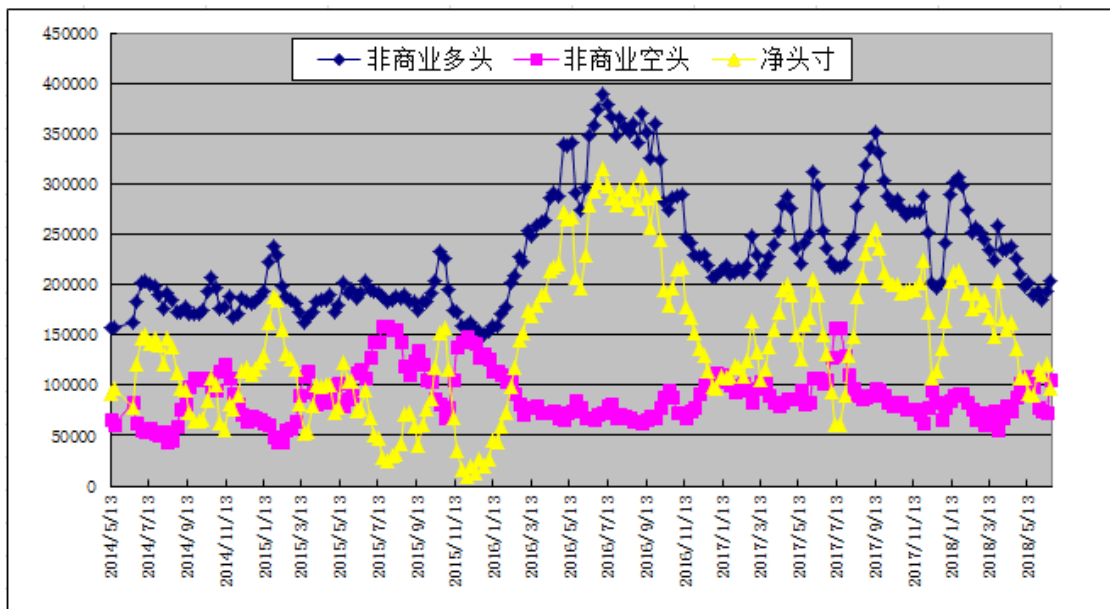
目前黄金白银上的基金持仓兴趣仍然低迷。黄金方面，美国 SPDR Gold Trust 基金公司的黄金 ETF 持仓量今年在一季度小幅回升后，二季度再度持续下降，目前回到近一年来相对偏低的水平上（见图2）；COMEX 黄金非商业净多头寸也在反复中降低，目前处在近几个的一个相对偏低的水平（见图3）。由此可见，目前基金持仓信心明显不足。

图 2: SRDR 黄金 ETF 持仓



(数据来源: 倍特期货)

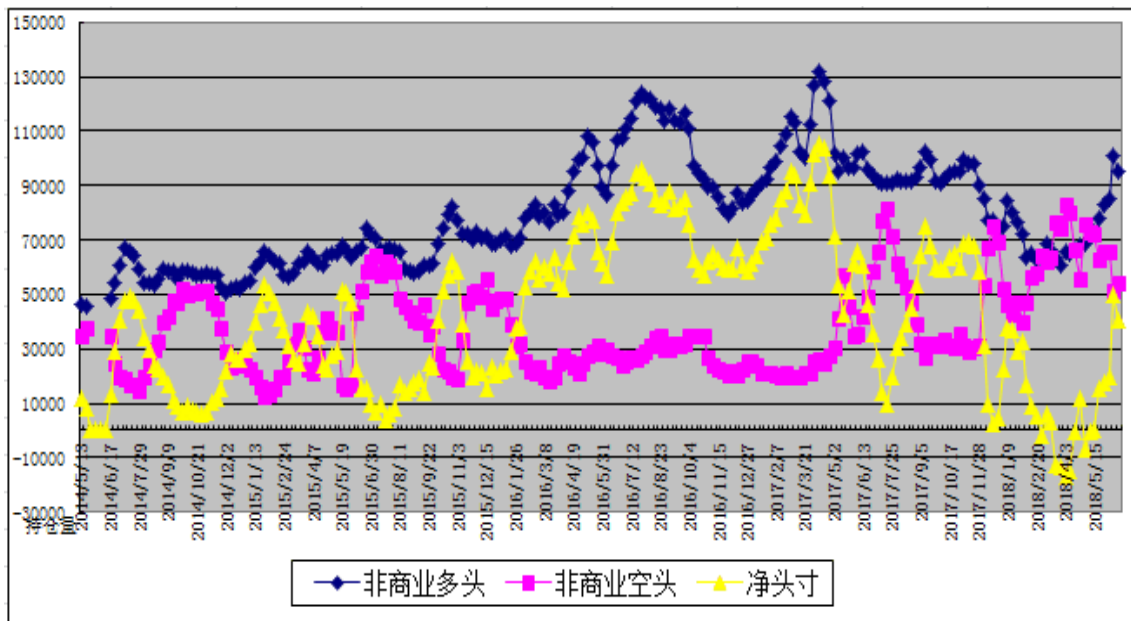
图 3: COMEX 黄金非商业持仓头寸



(数据来源: 倍特期货)

白银方面, COMEX 非商业持仓头寸自去年 5 月后, 多头持仓就一路下滑, 今年 4 月份时候, 非商业多头低于非商业空头, 一度出现非商业持仓为净空头的局面。目前虽然回到了净多头状态, 多头持仓水平却仍然有限(见图 4)。

图 4: COMEX 白银非商业持仓头寸



(数据来源: 倍特期货)

二、技术面分析

(一) 黄金方面, 国际黄金有阶段头部特征, 国内黄金呈下行通道运行

从 COMEX 黄金及沪金指数的周线图来看(见图 5), COMEX 黄金期价在未有效突破 1380-1400 这个近五年高点形成的重要压力带的情下, 周 K 线出现了明显的双头下破走势, 周均线及 MACD 呈空头发散, 技术上有阶段头部特征。从目前来看双头量度跌幅还不够, 接下来有望继续向下考验 2015 年底以来的低点连线(上升趋势线), 这一线的得失将决定着黄金期价进一步下行空间的大小。从国内沪金指数周线看, 期价一直维持在震荡下行通道中运行, 周均线呈空头排列, 技术形态偏弱。具体技术位参考: COMEX 金上方压力 1310, 下方支撑先参考 1240, 如果下破进一步下看 1200-1180, 甚至更低; 沪金指数上方压力参考 273、276, 下方支撑 268、262。沪金 1812 上方压力参考 274、276, 下方支撑 267、260。

图 5：COMEX 金和沪金指数周线图



(数据来源：文华财经)

(二) 白银方面，国际白银呈横盘区间，国内白银冲击下行通道无果而终

从 COMEX 白银及沪银指数的周线图来看（见图 6），COMEX 白银仍呈现横向收敛的区间震荡，时间上这个横盘已接近两年，三季度甚至下半年重点要关注白银期价是否能打破区间出现方向选择；沪银在 6 月份时曾试图上冲下行通道上轨，但无功而返并未形成突破，近两年的下行通道仍然维持。COMEX 白银技术支撑参考 16.1、15.6，压力参考 17.5；沪银指数技术支撑参考 3610、3550，压力参考 3850、3950。沪银 1812 技术支撑参考 3680、3560，压力参考 3890、3950。

图 6：COMEX 银和沪银指数周线图



(数据来源：文华财经)

三、观点和策略

总结概述：美联储上半年兑现两次加息后，对下半年进一步加息路径偏鹰派，成为当前黄金白银的主要压力。贸易战及地缘政治未有效激起避险需求，低通胀又难以刺激保值买盘，基金持仓信心不足，实物消费不乐观，整个基本面利空因素占据主导。技术上黄金出现阶段头部特征，白银区间震荡中并未转好。因此，预计三季度甚至下半年黄金白银行情走势仍不乐观，特别是黄金。

观点及策略：

黄金：现显阶段头部特征，进一步以通道方式震荡下行概率较高。三季度 COMEX 金先看 1240 一线，如果形成进一步下行破位，下跌空间还将放大。操作上在设好风控措施的情况下，以逢反弹沽空为主。

白银：短期震荡偏弱，但三季度延续区间震荡走势概率大，操作上以区间短线交易为主。如打破区间方可顺势做趋势打算。从时间节点来看，大区间的突破或需要等到三季度末或四季度再看有没有可能。

❏ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，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。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com