

激流勇进

摘要

短期美国加息和税改的利空已经出尽金银或上涨。明年上半年美国在放松监管、基建计划、医改等政策的刺激下，大概率经济复苏市场信心良好，黄金预计维持宽幅震荡。9月加息与否是重点，中期选举大概率对特朗普不利，在政策推进艰难缺乏新刺激的情况下市场情绪可能会改变，届时黄金或上涨。黄金全年预计震荡缓慢上涨，价格中枢将上移。

上半年投资情绪预计不强，白银或表现低迷，下半年或仍有机会。

预计2018年人民币对美元或震荡小幅贬值，轻微利多国内金银，国内金银溢价或小幅扩大。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

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	2017 年黄金表现强于白银 国际强于国内.....	4
1.1.	三季度黄金 ETF 需求减弱 但价格上涨	4
1.2.	COMEX 金银期货持仓与价格相关性较高.....	5
1.3.	白银走势与黄金基本一致 但一般波动更大.....	6
第 2 章	2018 年重点关注	8
2.1.	美国：特朗普、低通胀或阶段性利多国际金银	8
2.1.1.	特朗普面临政治压力 阶段性利多金银	9
2.1.2.	经济复苏市场乐观 利空金银.....	10
2.1.3.	美联储放松监管维持宽松 阶段性利多金银	14
2.2.	中国：人民币或贬值利多国内金银 溢价或继续扩大	17
2.2.1.	黄金产量下降消费增加导致现货溢价扩大	17
2.2.2.	人民币或震荡小幅贬值 轻微利多国内金银	21
2.2.3.	国内白银预计跟随黄金 较外盘溢价或扩大	23
第 3 章	大宗商品市场氛围利多金银趋势.....	24
3.1.	大宗商品市场氛围偏多 利多金银趋势.....	24
3.2.	欧洲经济在复苏 预计对金银影响不大.....	25
3.3.	印度黄金消费增长 5% 影响或不大.....	26
第 4 章	总结及策略推荐.....	27
4.1.	特朗普是关键 黄金或继续震荡缓慢上涨	27
4.2.	白银上半年或低迷 下半年仍有机会	27
	南华期货分支机构	28
	免责声明	30

图表目录

表 1.1: 黄金季度供需平衡表 (单位: 吨)	4
图 1.1: 四季度黄金非商业净多头波动较大	5
图 1.2: 四季度白银非商业净多头变动也很大	5
表 1.2: 黄金白银 ETF 持仓变动百分比 (截止到 12 月 15 日)	6
表 1.3: 白银供需平衡表 (单位: 百万盎司)	6
表 1.4: 国内外贵金属季度价格波动和汇率波动 (截止到 12 月 22 日)	7
图 1.3: COMEX 黄金白银连续合约走势叠加图	8
表 2.1: 美国 2017 年四季度金融市场表现% (截止到 12 月 15 日)	10
图 2.1: 2017 年三季度美国 GDP 继续好转	11
图 2.2: 美国房价指数和市场活跃度指数均持续向好	11
图 2.3: 美国房屋销售数据趋势向好仍有发展空间	12
图 2.4: 已获批、新开工和建筑支出均趋势向好	12
图 2.5: PMI 近期有所下滑但仍处于相对高位	12
图 2.6: 美国全部制造业新增订单同比近期小幅下滑但仍在正增长区间	13
图 2.7: 美国零售销售同比持续上涨表现良好	13
图 2.8: 美国个人储蓄占可支配收入比例近期持续下降	14
表 2.2: 美联储 12 月份 FOMC 会议发布的“经济预测概要”表格	14
表 2.3: 2018 年 FOMC 议息会议时间表	15
图 2.9: 美国失业率持续下降但通胀率没有持续上升	16
图 2.10: 美国债收益率期限结构越发平坦	16
图 2.11: 全球分地区年度需求-中国保持第一	18
图 2.12: 2017 年前 9 个月国内黄金产量显著下降	18
图 2.13: 2017 年前三季度中国黄金消费量同比大幅增长 12%	19
图 2.14: AU (T+D) 与伦敦金 (人民币/克) 价差在 2017 年普遍扩大	20
图 2.15: AU (T+D) 与沪金 6 月合约价差	20
图 2.16: AU (T+D) 与沪金 12 月合约价差	21
图 2.17: 国际组织对中国经济增长的预测	22
图 2.18: 外汇储备与人民币兑美元汇率的走势	22
图 2.19: 上期所黄金白银指数走势叠加图	23
图 2.20: 国内白银现货与国际白银现货的价差在 2017 年波动趋平小幅上升	24
图 3.1: 国际组织均预测明年全球经济增长加快	24
表 3.1: 欧元区 2017 年市场表现良好% (截止到 12 月 15 日)	25
图 3.2: 印度黄金消费 2017 年前三季度增长 5%	26

第1章 2017 年黄金表现强于白银 国际强于国内

1.1. 三季度黄金 ETF 需求减弱 但价格上涨

不同数据源的黄金供需数据有所不同，根据世界黄金协会的统计，今年三季度全球矿产金供应环比增加 3.10%，同比减少 1.27%，总供应同样环比增加 5.35%，同比减少 1.89%。需求方面，三季度首饰需求和工业制造需求环比同比均有所增加，金币金条需求三季度环比下降 8.48%，同比增加 16.86%。三季度黄金 ETF 需求大幅减少，环比下降 70.84%，同比下降 86.93%，央行购金三季度有所增加，环比增加 15.09%，同比增加 25.01%。黄金总需求三季度下降明显，环比减少 3.48%，同比减少 6.46%。因此黄金的季度盈余大幅增长至接近 200 吨，占总供应的 17%。

与去年同期相比，供应有所下降，黄金 ETF 及类似产品的需求下降幅度最大，尽管其他需求均有所增加，但这还是导致了盈余数量大涨。环比情况类似，只是金币金条需求也有所下降，同时供应环比是增加的。

三季度黄金价格有所上涨，与基本面情况有所背离，主要是因为数据统计可能有误差，另外根据以往的统计来看，黄金价格一般与供需的关系不大，主要由投资情绪主导。

表 1.1: 黄金季度供需平衡表（单位：吨）

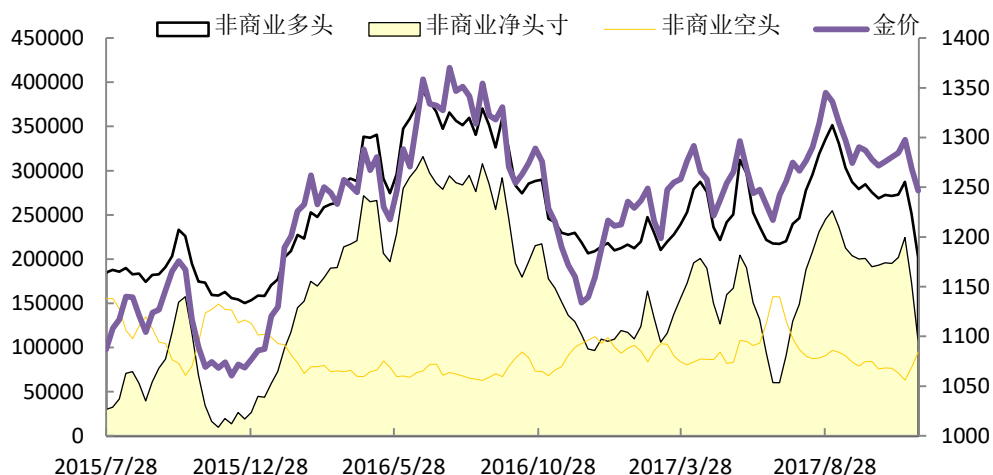
	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17	Q3'17
供应					
矿产金	851.8	849.9	763.3	815.7	841.0
生产商净对冲	-18.3	-23.0	-17.5	-8.3	-10.0
回收金	335.0	257.0	283.6	280.8	315.4
总供应	1,168.4	1,083.8	1,029.4	1,088.2	1,146.4
需求					
制造业	509.3	559.3	501.8	498.4	513.2
珠宝首饰	82.6	84.5	78.8	81.4	84.2
工业制造业	591.9	643.8	580.5	579.8	597.4
金币金条总需求	190.2	374.3	290.1	242.9	222.3
ETF 及类似产品	144.3	-173.3	96.2	64.7	18.9
央行及其他	88.8	118.5	82.2	96.4	111.0
黄金需求	1,015.2	963.3	1,049.0	983.8	949.6
盈余/赤字	153.3	120.5	-19.6	104.4	196.8
总需求	1,168.4	1,083.8	1,029.4	1,088.2	1,146.4
LBMA 黄金季均价（\$/oz）	1,334.8	1,221.6	1,219.5	1,256.6	1,277.9

数据来源：世界黄金协会 南华研究

1.2. COMEX 金银期货持仓与价格相关性较高

CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头在四季度波动较大，与价格的波动基本一致，这显示 COMEX 期货市场对金价的影响力较大。

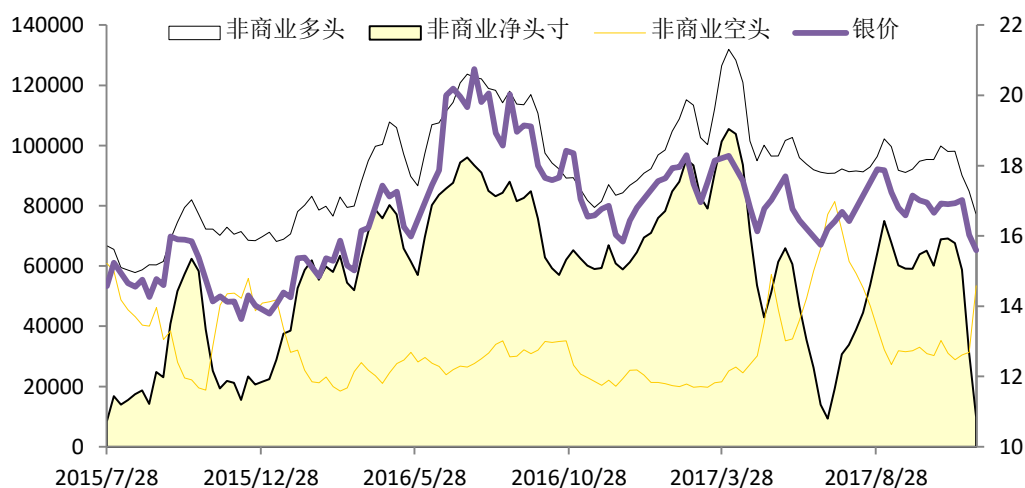
图 1.1：四季度黄金非商业净多头波动较大



数据来源：CFTC COMEX 南华研究

白银的 CFTC 持仓报告显示，非商业净多头波动也很大，与价格的波动基本一致。

图 1.2：四季度白银非商业净多头变动也很大



数据来源：CFTC COMEX 南华研究

如表 1.2 所示，三季度黄金 ETF 仅小幅增加，价格有所上涨；四季度 ETF 总体变动不大，SPDR 有所减持，价格小幅下跌。今年黄金 ETF 持仓与价格波动看起来相关性较低，不及以往有显著的因果关系，不过 SPDR 的持仓与价格相对更紧密一些。白银 ETF 持仓历来与价格没太大关系。

表 1.2: 黄金白银 ETF 持仓变动百分比 (截止到 12 月 15 日)

	Q4'16	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	17 全年
COMEX 黄金 (\$/oz)	-12.65	8.65	-0.81	3.31	-1.90	9.21
主要黄金 ETFs 持仓	-11.99	2.27	2.1	1.58	0.06	6.13
SPDR 黄金持仓	-13.27	1.23	2.42	1.43	-2.35	2.69
COMEX 白银 (\$/oz)	-17.07	14.51	-9.03	0.33	-3.45	0.91
主要白银 ETFs 持仓	-2.70	-1.84	3.11	-2.88	0.26	-1.45
SLV 白银持仓	-5.79	-3.23	2.81	-3.78	-0.13	-4.40

资料来源: Wind 资讯 spdrgoldshares.com COMEX 南华研究

综合以上来看, COMEX 期货市场黄金白银的买卖双方力量对比在 2017 年对黄金白银的价格影响更大。以往现货市场中黄金 ETF 持仓的变动对黄金价格也有一定的影响, 今年影响不大。

1.3. 白银走势与黄金基本一致 但一般波动更大

白银的数据统计相对滞后, 只有年度的数据。根据汤森路透的统计, 2016 年全球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, 去年总供应量继续回落。

实物需求方面, 去年仅光伏电池需求有所上升, 其他需求分项普遍回落, 可能是因价格上涨所致。光伏电池属于清洁能源, 是朝阳产业, 在国内大力提倡环境保护政策下可能有较快发展, 但是光伏电池生产过程中污染较高、能耗较大, 环保政策对此也会有一定的限制作用。环氧乙烷用做杀菌等需求前年增长较快, 去年持平前年, 也是朝阳产业, 未来或有增长空间。

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。去年白银 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。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, 这些白银投资需求的大幅增加是 2016 年白银价格上涨的主因, 与 2012 年情况类似。

白银的投资需求与黄金相似, 投资情绪也非常类似, 只是白银的投资情绪变动更大。

表 1.3: 白银供需平衡表 (单位: 百万盎司)

	2012	2013	2014	2015	2016
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
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%

数据来源：Thomson Reuters 南华研究

如表 1.4 所示，最近几个季度人民币对美元的汇率波动幅度较大，导致国内黄金白银的走势与外盘有较大的差别。去年四季度人民币对美元大幅贬值，而今年以来每个季度人民币对美元均有所升值，这导致了今年国内金银的涨幅均小于外盘或跌幅大于外盘。

今年四季度贵金属中，因现货供应短缺，钯金仍然是基本面最好价格表现最好的品种。事实上最近 5 个季度均如此，预计未来该种情况将持续。

表 1.4：国内外贵金属季度价格波动和汇率波动（截止到 12 月 22 日）

	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	17 全年
现货黄金季环比%(\$/oz)	8.49%	-0.60%	3.09%	-0.39%	10.74%
现货白银季环比%(\$/oz)	14.80%	-9.13%	0.23%	-1.58%	2.91%
现货铂金季环比%(\$/oz)	5.32%	-2.70%	-1.51%	0.70%	1.64%
现货钯金季环比%(\$/oz)	17.16%	5.85%	11.05%	10.97%	52.83%
上金所黄金（T+D）	5.03%	-1.74%	1.75%	-2.67%	2.21%
上金所白银（T+D）	3.41%	-5.41%	-1.82%	-4.02%	-7.82%
上期所黄金主力收盘价	2.67%	-1.11%	1.23%	-1.43%	1.31%
上期所白银主力收盘价	1.92%	-4.27%	-3.46%	-1.99%	-7.68%
美元兑人民币竞价即期	-0.82%	-1.58%	-2.02%	-0.77%	-5.10%

数据来源：Wind 资讯 上金所 南华研究

国际白银最近三个季度表现均差于黄金，年度表现也远差于黄金，可能是受到投资情绪低迷的影响。从图 1.3 可以看出，国际白银与黄金的中期走势基本是一致的，只是价格波动的幅度往往存在较大的差别，其中白银的波动幅度一般是大于黄金的。白银数据更新滞后，其投资需求、投资情绪与黄金较为一致，因此一般以研究黄金来判断白银的价格走势。

如图 1.3 所示,2017 年国际黄金总体上继续震荡上涨,国际白银总体上维持宽幅震荡。因为 2017 年人民币大幅升值,国内黄金 2017 年仅震荡小幅走高,国内白银表现非常弱全年现货下跌 7.82%。2017 年总体上白银表现弱于黄金,国内表现弱于国际市场。其中国际白银投机性最强,而国内白银波动相对较小且价格表现更弱势。

图 1.3: COMEX 黄金白银连续合约走势叠加图



数据来源: 博易大师 南华研究

第2章 2018 年重点关注

根据我们的研究,黄金的金融属性主要由其投资需求决定,国际黄金中短期的价格走势与美国经济金融市场、货币政策、特朗普及其政策、国际上重大突发性事件等息息相关;国际黄金的商品属性令其与大宗商品趋势保持一致。国际白银一般跟随黄金,尤其是中期的趋势上。

因国内黄金没有增值税,国内黄金与国际黄金兑换成人民币的价格基本保持着一个不太大的稳定价差,价差的大小与国内供需有关。当国内供需短期失衡时,价差可能也会有较大的波动,但一般会通过进口贸易消除过大的价差。因此国内金价与国际金价、人民币对美元的汇率高度相关,此外也与国内的供需有一定的关系。

国内白银因为增值税的原因与外盘有一定的价差且无法通过进出口贸易消除,因此独立性相对更强。

2018 年需重点关注美国以及人民币对美元的汇率、国内的金银供需情况等。

2.1. 美国: 特朗普、低通胀或阶段性利多国际金银

短期美国加息和税改的利空出尽金银或上涨,明年上半年在减税、放松监管、基建计划、医改等政策的刺激下,大概率经济复苏较为强劲市场信心良好,黄金白银预计维持宽幅震荡。下半年 9 月加息与是否是重点,中期选举大概率对特朗普不利,选举前在政策推进艰难、预期选举不利、缺乏新刺激的情况下市场情绪可能会有改变,届时黄金白银可能有上涨的机会。

2.1.1. 特朗普面临政治压力 阶段性利多金银

特朗普自去年当选后就对金融市场维持着高度的影响力。黄金白银去年四季度的大跌就是拜特朗普当选所赐，而今年一季度的上涨也主要是市场对特朗普较为失望所致，今年四季度金银的下跌除了预期 12 月加息之外，特朗普政府持续推进的减税政策有望在年底前获得通过，也对金银产生了一定的利空影响。

财政政策

特朗普的减税政策最重要的是将企业税税率从 35% 下调至 21%，目前美国企业现金充足，现在降低企业税不会显著增加企业的投资，反而可能导致股票回购、派发更高的股息等，下调企业税率受益更多的是富人。而个人所得税最高税率下调，遗产税豁免额翻倍等都更有利于富人。这样的税改将令美国的贫富分化加剧，而企业回购增加、富人收入增加的话，都将推高资产价格。

税改之后特朗普可能继续推动基建计划、医改等政策，其中医改也会令贫富分化加剧。此外特朗普在今年美联储人事调整上非常注重放松金融监管，预计 2018 年将大力推动放松金融行业监管，这将导致各部门加杠杆，继续创造流动性催化资产价格泡沫。

中期选举

因在此前阿拉巴马州参议员特别选举中，共和党参议员败北，明年 1 月在民主党参议员宣誓就职后，特朗普所在的共和党与民主党在参议院的投票权对比将从 52-48 变为 51-49，加上副总统彭斯的一票，议案若想获得通过，最多只能允许 1 名共和党参议员投反对票，这对特朗普来说政策推进将变得更加艰难。

2017 年因党内分歧较大，特朗普仅在年底前通过了一项税改的立法。不过预计在明年 11 月中期选举的压力下，共和党内部应该会比 2017 年团结，预计明年上半年立法推进的进程将比 2017 年更快。

特朗普医改、税改政策都事实上对富人更有利，因此大选中支持特朗普的广大底层民众对特朗普就任以来的政策满意度不会太高，共和党在中期选举中大概率不会继续保持优势。阿拉巴马州参议员的特别选举通常被认为是中期选举的“风向标”，而我们看到了民主党在传统共和党州拿下了参议员席位，而民主党是自 1992 年以来首次赢得该州参议员席位。

通俄门

最近针对特朗普通俄门的调查开始顺着钱的线索演进，前 FBI 局长正在调查特朗普与德银之间的关系。特朗普在竞选期间及就任总统后并未完全公开纳税申报单，因此他的纳税状况大概率是存在问题的，此外特朗普是亿万富翁，财务往来也很容易存在一些问题。若调查持续推进，还是很可能曝出一些对特朗普有较大影响的事实，这可能是 2018 年的一只潜在的黑天鹅。

其他

特朗普贸易保护政策一直在推进中，对中国的贸易争端、针对性的政策已经在 2017 年祭出不少，预计 2018 年将持续，但大概率不会导致对市场影响非常大的贸易战。朝鲜问题预计也不会演变成军事冲突，短期的口头冲突一般对黄金白银也是短期的影响。此外特朗普内阁政府的人员变动可能也会影响市场的信心，从而短期影响金银价格。

总结和对黄金的影响

特朗普的政治追求就是利用各种手段包括扩张性的财政政策等以促进经济的高增长。事实上，在低利率施行多年流动性本身就泛滥的情况下，同时经济复苏较为强劲，如此大力的顺周期刺激经济，在推动经济增长的同时，更大的影响是导致资产价格泡沫。美股最近的持续上涨即是例证。

流动性扩张对黄金有一定的利多影响；2018 年特朗普面临中期选举、调查推进等压力，这些事件将阶段性的利多黄金；而特朗普政策的有效推进将阶段性利空黄金。

2.1.2. 经济复苏市场乐观 利空金银

金融市场乐观 不利于金银避险需求

如表 2.1 所示，今年四季度金融市场情绪良好，受益于特朗普政府税改进程的积极推进，市场风险情绪明显提升，股票指数普遍大涨。全年来看，美股普遍大涨，美元指数大跌，商品下跌，国际黄金较大幅上涨，国际白银震荡。

表 2.1：美国 2017 年四季度金融市场表现%（截止到 12 月 15 日）

	Q4'16	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	17 全年
COMEX 黄金主力收盘价	-12.65	8.65	-0.81	3.31	-1.90	9.21
COMEX 白银主力收盘价	-17.07	14.51	-9.03	0.33	-3.45	0.91
美元指数	7.07	-1.82	-4.89	-2.68	0.92	-8.25
10 年期国债收益率（基点）	85	-6	-8	3	2	-9
纳斯达克综合指数	1.34	9.82	3.87	5.79	6.78	28.86
道琼斯工业平均指数	7.94	4.56	3.32	4.94	10.03	24.74
标普 500 综合指数	3.25	5.53	2.57	3.96	6.21	19.52
SP500 波动率指数(VIX)	5.64	-11.89	-9.62	-14.94	-0.95	-32.91
标普 500 金融行业指数	20.48	2.08	3.80	4.76	7.87	19.74
CRB 指数	3.33	-3.44	-5.98	4.76	0.78	-4.15

数据来源：Bloomberg Wind 资讯 南华研究

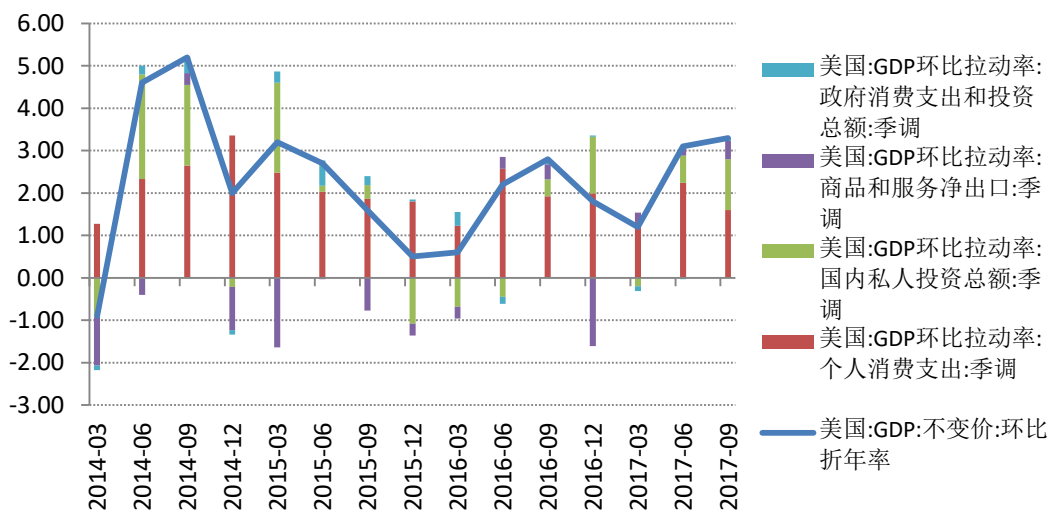
美股已经持续上涨了两年没有大幅回调。摩根大通在报告中提到，目前美国几乎所有个人和机构投资者都“全仓”股市，包括散户、美国家庭、共同基金、对冲基金、养老金和主权财富基金等，其中散户的保证金债务达到历史新高，而其他主体对股票的配置水平，也达到或者接近历史最高水平。造成这一现状的首要原因是特朗普胜选。事实上不止摩根大通，华尔街多家投行均提醒过“投资者持有的现金降至历史最低点”的问题，不过也有部分投行比如高盛就不以为然。

我们认为目前的美股处于泡沫加速膨胀的过程中，2018 年宽松的货币政策、税改的利好以及释放的流动性、放松金融监管导致的加杠杆将创造流动性，这些将继续推动美股上涨。危险可能在明年 11 月的中期选举前或者“通俄门”牵涉出特朗普资金往来有实质性的问题，这些可能导致美股的大幅回调，美国股市若回调将是金银上涨的机会。

美国经济复苏持续在一定程度上利空金银

如图 2.1 所示，美国三季度 GDP 继续好转，与二季度主要靠个人消费支出拉动 GDP 不同，三季度 GDP 增长主要得益于私人投资的拉动，这或许部分与特朗普的减税政策等有关，而个人消费支出的拉动率有所下滑，同时由于美元指数持续贬值净出口也对 GDP 做出了贡献。

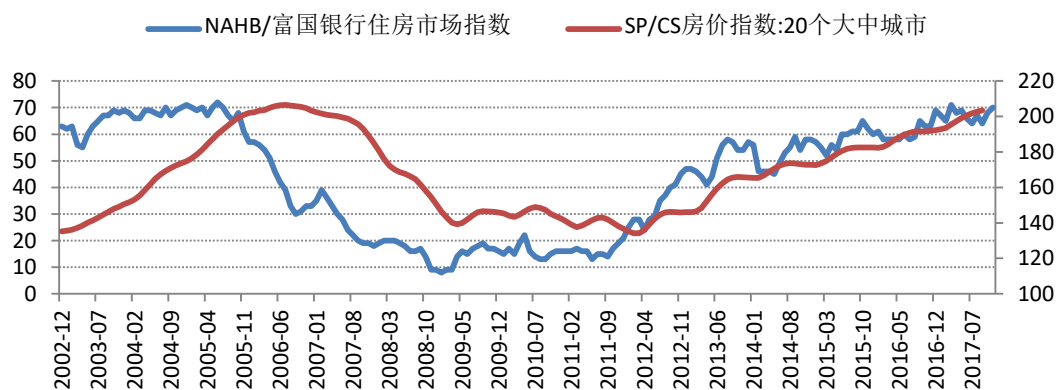
图 2.1：2017 年三季度美国 GDP 继续好转



数据来源：美国经济分析局 南华研究

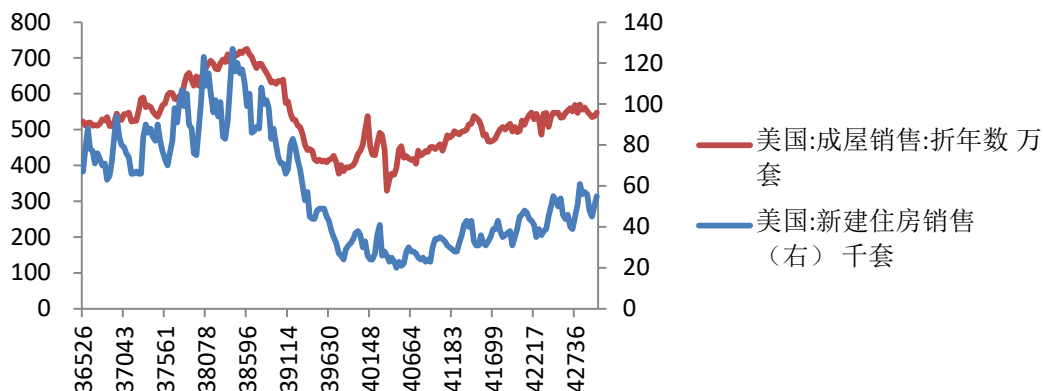
图 2.2、2.3、2.4 中，标普席勒 20 大中城市房价指数持续缓慢上涨，房地产指标普遍保持上涨趋势，但较 2000—2007 年的趋势有所放缓并且多数尚未达到危机前的高点，我们认为房地产市场在 2018 年仍有上涨空间。

图 2.2：美国房价指数和市场活跃度指数均持续向好



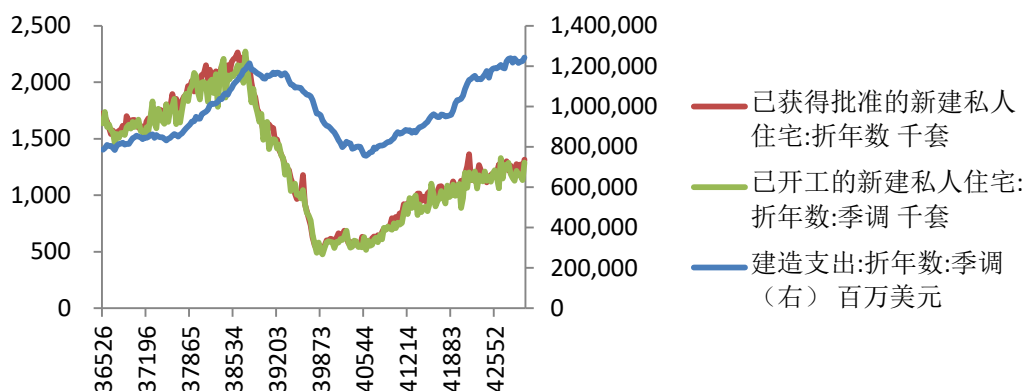
数据来源：全美房屋建筑商协会 标准普尔 南华研究

图 2.3: 美国房屋销售数据趋势向好仍有发展空间



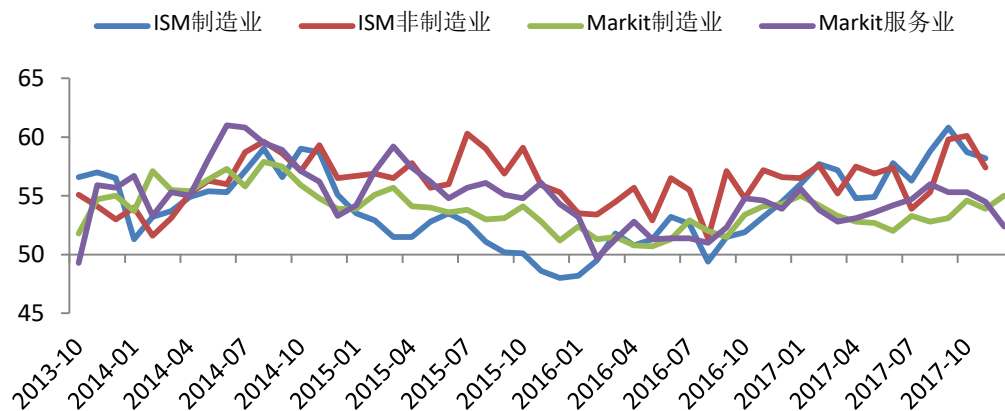
数据来源：美国商务部 南华研究

图 2.4: 已获批、新开工和建筑支出均趋势向好



数据来源：美国商务部 南华研究

图 2.5: PMI 近期有所下滑但仍处于相对高位

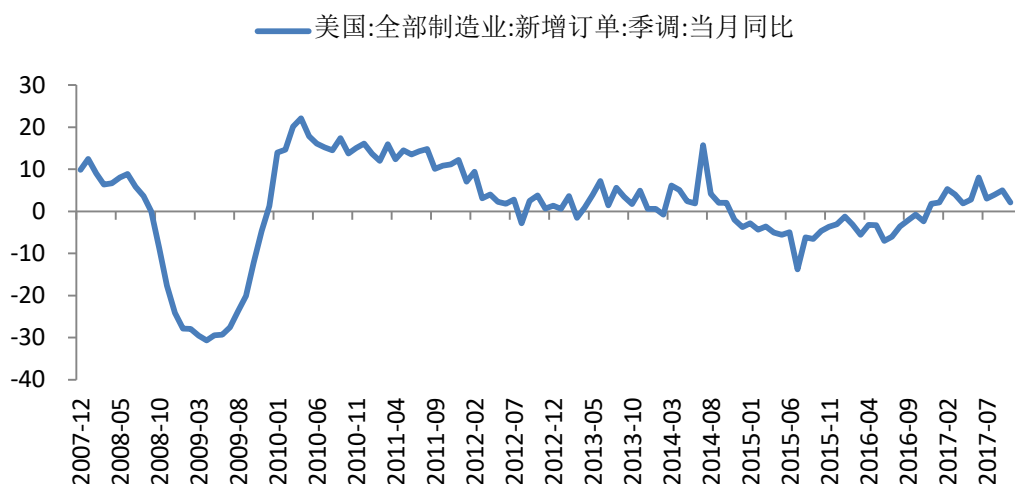


数据来源：Wind 资讯 南华研究

美国 ISM 制造业指数、ISM 非制造业指数和 markit 服务业 PMI 指数近期均出现了下滑，但仍处于较高的位置，而 markit 制造业 PMI 指数近期则持续向好。总体看 PMI 还是处于比较高的区间，市场景气指数表现尚可。

美国制造业订单和耐用品新增订单同比近期也有所下滑，表明制造业近期略有放缓，但仍处于扩张的区间，与 PMI 类似。

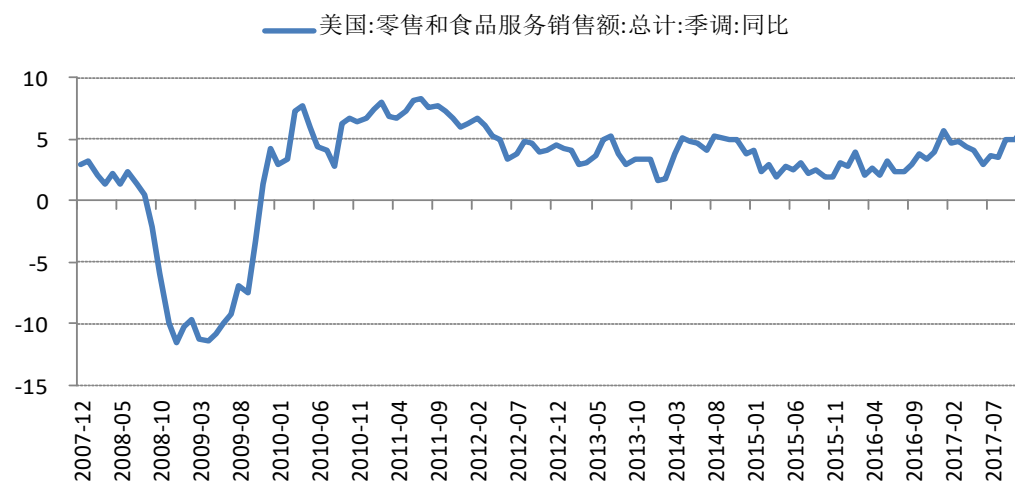
图 2.6: 美国全部制造业新增订单同比近期小幅下滑但仍在正增长区间



数据来源：美国商务部 南华研究

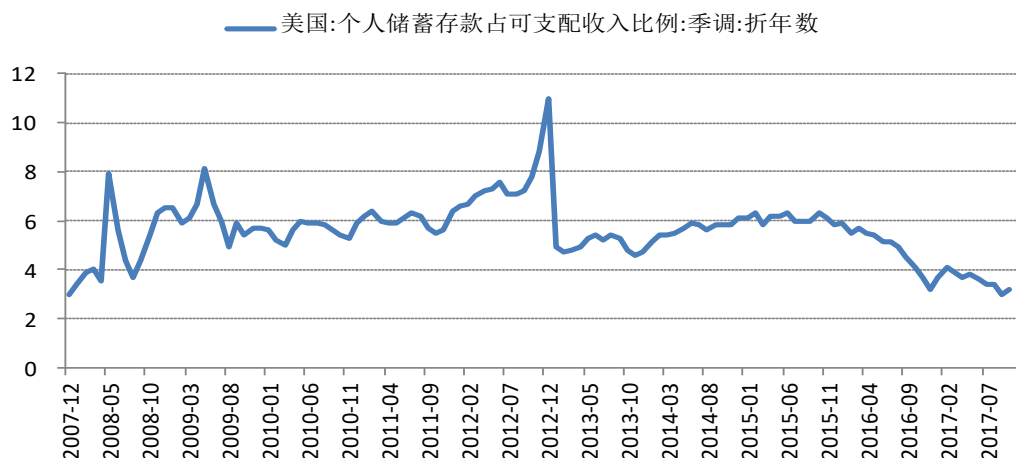
但美国是消费型大国，尽管制造业数据略有下滑，但是零售销售、消费者信心均较好，个人储蓄占可支配收入比例持续下降，后者正在向危机前低点靠近。

图 2.7: 美国零售销售同比持续上涨表现良好



数据来源：美国商务部普查局 南华研究

图 2.8: 美国个人储蓄占可支配收入比例近期持续下降



数据来源：美国经济分析局 南华研究

因此有理由相信美国经济正处于经济周期中的复苏阶段，再加上特朗普的刺激政策，预计美国经济复苏在 2018 年将持续。这对于金银这类被动型的避险资产有一定的利空影响。

2.1.3. 美联储放松监管维持宽松 阶段性利多金银

12 月 FOMC 会议透露宽松

美联储在 12 月 12 日-13 日召开的 FOMC 会议后，宣布加息 25 个基点，符合市场预期。美联储在此次会议声明中表示劳动力市场已经强劲，飓风没有实质性改变经济的前景，通胀有所下滑。此次会议有两名成员投了反对票，分别是芝加哥联储主席 Charles L. Evans 和明尼阿波利斯联储主席 Neel Kashkari，他们倾向于维持联邦基金利率不变。

在本次会议发布的经济预测中，今年实际 GDP 增长上调 0.1%至 2.5%，明年增长大幅上调 0.4%至 2.5%，2019 年上调 0.1%至 2.1%，2020 年上调 0.2%至 2.0%，更长周期的增长 1.8%未变。失业率预测普遍下调 0.2%，2018 年较 2017 年低 0.2%，仅更长周期为 4.6%未变。PCE 通胀预期仅 2017 年上调 0.1%至 1.7%，其他未变，而核心 PCE 通胀率预期均未变，2018 年为 1.9%，比 2017 年高 0.4%。而在利率点阵图中，明年预计加息三次未变，仅 2020 年底料多加一次息。

表 2.2: 美联储 12 月份 FOMC 会议发布的“经济预测概要”表格

	中位数				运行时间 更长
	2017	2018	2019	2020	
实际 GDP 的变化	2.5	2.5	2.1	2	1.8
九月预测	2.4	2.1	2	1.8	1.8
失业率	4.1	3.9	3.9	4	4.6
九月预测	4.3	4.1	4.1	4.2	4.6

PCE 通货膨胀	1.7	1.9	2	2	2
九月预测	1.6	1.9	2	2	2
核心 PCE 通货膨胀	1.5	1.9	2	2	
九月预测	1.5	1.9	2	2	
备忘录：预计适当的政策路径					
联邦基金利率	1.4	2.1	2.7	3.1	2.8
九月预测	1.4	2.1	2.7	2.9	2.8

数据来源：美联储 南华研究

从这份经济预测和随后的美联储主席耶伦新闻发布会中，我们看到美联储对 2018 年就业状况非常乐观，对通胀存在担忧但也认为会上升，对经济增长也非常乐观大幅上调预期，据称其中考虑了财政刺激的作用，而预期加息三次未上调显示出货币政策基调较为宽松。

我们认为 12 月 FOMC 会议异常鸽派，本次会议投反对票的这两位委员是鸽派的代表，但明年因轮流投票这两人将没有投票权，此外耶伦也是属于非常鸽派的，而鲍威尔到目前为止，在货币政策方面并未公开表明太多他的个人立场。不过我们认为特朗普本人应该是支持宽松政策刺激经济增长的，而美联储内部本来对于低通胀下的加息就存在分歧，因此预计明年的货币政策仍以宽松为主。

2018 年需要关注通货膨胀率、失业率等，目前美联储预计加息 3 次，若推迟加息则利多黄金白银。表 2.3 是明年美联储 FOMC 会议时间，预计 3 月、6 月和 12 月加息的概率较大，关于 9 月是否加息的预期届时将对金银市场产生较大的影响。

表 2.3: 2018 年 FOMC 议息会议时间表

时间（美国东部时间）	决议内容
1 月 30 日-31 日	仅发布声明
3 月 20 日-21 日	声明、预测、主席新闻发布会
5 月 1 日-2 日	仅发布声明
6 月 12 日-13 日	声明、预测、主席新闻发布会
7 月 31 日-8 月 1 日	仅发布声明
9 月 25 日-26 日	声明、预测、主席新闻发布会
11 月 7 日-8 日	仅发布声明
12 月 18 日-19 日	声明、预测、主席新闻发布会

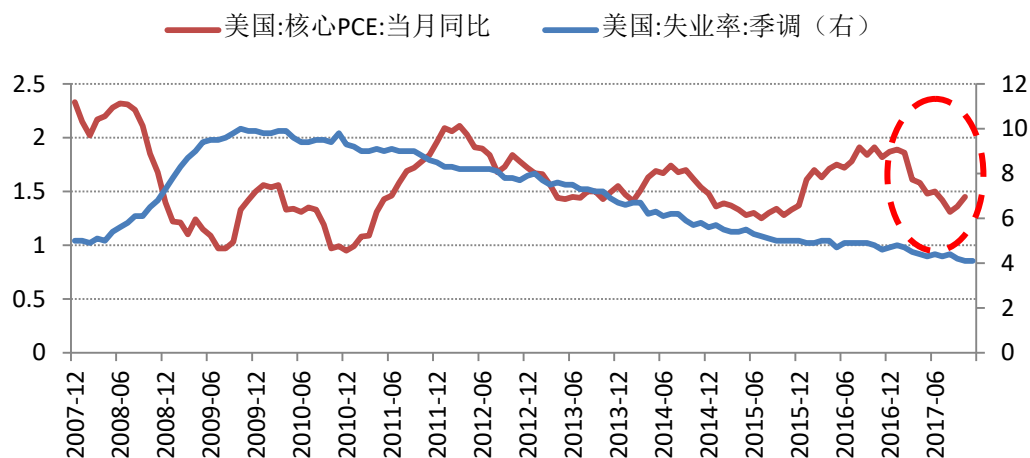
数据来源：美联储 南华研究

通胀仍是加息最大的阻碍

本次会议有两名成员对加息投了反对票，结合耶伦的新闻发布会，我们认为在就业表现强劲的情况下，明年通胀率仍是货币政策正常化的最大阻碍。2017 年通胀率没有如预期上升反而大幅下滑令美联储十分担忧。

此前在 12 月 13 日公布的美国 11 月 CPI 同比增长 2.2%，符合预期，较前值 2% 有所增长，但 11 月核心 CPI 同比增长 1.7%，不及预期和前值 1.8%。10 月份核心 PCE 同比仅增长 1.45%，11 月为 1.48%。从图 2.9 上看，近期通胀略有回升，预计 2018 年通胀率将继续缓慢回升。

图 2.9：美国失业率持续下降但通胀率没有持续上升



数据来源：美国劳工部 美国经济分析局 南华研究

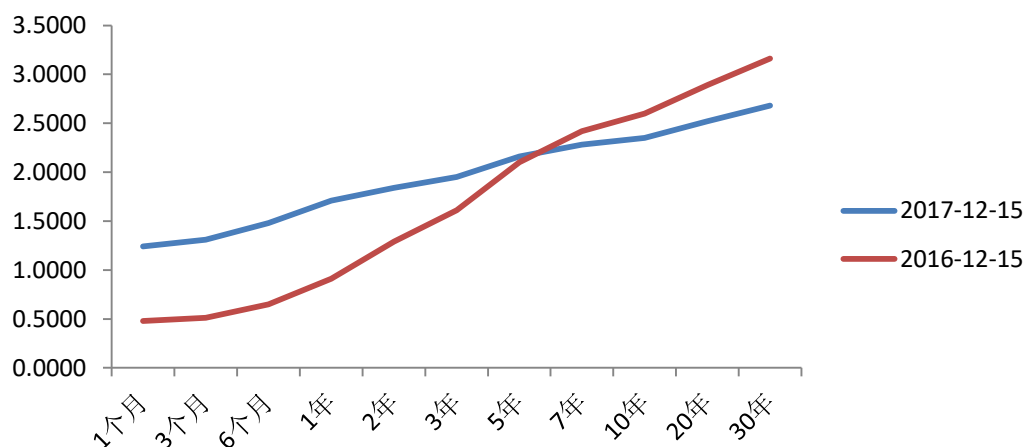
美联储之所以如此关心通胀率，主要是因为当通胀率为负数时，也就是发生通货紧缩，预期未来价格将下跌，这将导致推迟消费、减少投资等，而这些将对经济活动十分不利，会造成经济衰退、失业率上升。这是各国央行极力想要避免的。

当然通胀率过高也不好，因为这会导致货币购买力下降，损坏政府发行的法币的信用，同时也会导致经济活动紊乱。所以美联储对通胀率设定的目标是 2%。

目前通胀率之所以在流动性如此泛滥的情况下仍然保持低位，最主要是因为技术进步导致生产效率提高单位成本下降、贫富分化加剧而富人边际消费极低边际投资极高、而投资过度也使得市场竞争加剧价格下降、同时金融市场发达过剩的货币主要推动资产价格上涨等。

债券的期限结构趋平引担忧

图 2.10：美国债收益率期限结构越发平坦



数据来源：美联储 南华研究

美联储加息将导致短期利率上升,一般情况下长期利率也会跟着上升,但是最近随着美联储加息,长期利率并未相应的上升,反而出现下滑。这促使国债收益率期限结构越发平坦,如图 2.10 所示,目前的期限结构较一年前明显更平坦。

而期限结构趋平甚至出现倒挂,即短期收益率反而高于长期收益率,说明市场对于长期的经济前景不乐观,通常被认为是经济衰退的前兆。而目前已经出现的趋平趋势引起了各方包括美联储内部人士的关注。这是除了通胀之外,另一个可能阻碍加息的因素,不过这一因素相对不强。

2018 年美联储主题或是放松金融监管

美联储现任主席耶伦的主席任期将于 2018 年 2 月 3 日到期,届时耶伦将卸任美联储主席和理事职务,原美联储理事鲍威尔获特朗普提名将宣誓就任美联储主席。此前特朗普提名的美联储理事 Marvin Goodfriend 预计将顺利通过参议院的审核。早前入职的美联储副主席 Randal K. Quarles 也是特朗普提名的。

事实上在美联储的 7 名理事中,除了理事 Lael Brainard 之外,特朗普在 2017 和 2018 年将有机会最多任命其余 6 名理事,其中包括主席和副主席。因此未来美联储将深深打上特朗普的印记。

特朗普塑造的美联储重点在于放松监管,当初特朗普在考虑美联储主席提名人选时就强调是否支持放松监管是最重要的标准。而若特朗普其他政策推进不力,对美联储影响力又非常大的话,预计他将更倾向于使用货币政策刺激经济增长,其中重点就是放松金融监管。因此预计鲍威尔上任以后将会努力推进放松金融业监管的实施。

放松金融行业的监管,将有助于各部门加杠杆,货币政策预计也将维持宽松的立场。这些大概率将对经济有一定的刺激作用,同时将继续推动资产价格膨胀。我们认为对通胀的担忧以及推迟加息的预期将阶段性地利多黄金。

2.2. 中国：人民币或贬值利多国内金银 溢价或继续扩大

2017 年有关于国内在消费零售环节征收黄金增值税的讨论,2018 年该政策是否出台将会对国内黄金的实物需求产生较大影响,可能会增加灰色交易,对国际金价的影响可能不会太大。

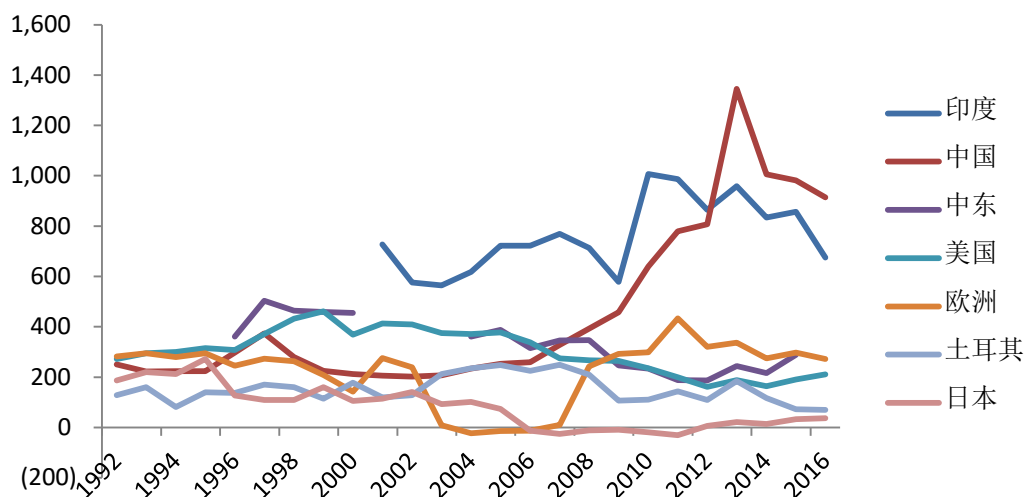
除了国际金价外,人民币对美元的汇率、增值税率将对国内金价的影响较大。国内白银除了与国际白银价格、人民币对美元的汇率有关外,与国内的供需、投资情绪也有一定的关系。

因供给侧改革持续,国内金银产量将继续受影响,预计 2018 年国内黄金白银较外盘的溢价或继续小幅扩大。因房地产调控趋严,2018 年中国 GDP 或缓慢走低,人民币对美元在 2018 年或震荡小幅贬值,预计将轻微利多国内金银。

2.2.1. 黄金产量下降消费增加导致现货溢价扩大

中国的黄金消费目前全球排名第一,排在第二位的是印度。从图 2.11 中我们也看到,中国的黄金消费主要是自 2007 年开始持续大幅增长,并在 2013 年爆发超过印度,成为全球第一大黄金消费国。最近几年需求有所回落。

图 2.11：全球分地区年度需求—中国保持第一

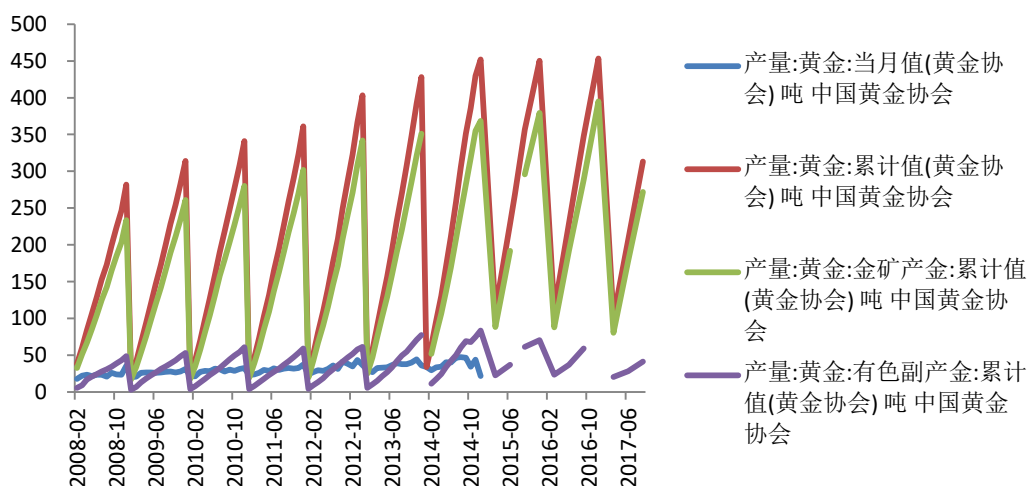


数据来源：Wind 资讯 南华研究

前三季度中国矿产金产量下降近 10% 消费增长 12%

此外中国也是黄金第一大生产国，此前三年矿产金总产量基本持平，与价格走势有一定的关系，其中金矿产量基本持续在增长。不过今年前三个季度，据中国黄金协会的统计，国内矿产金总产量累计下降 9.98%，其中金矿产量累计下降 5.76%，有色副产金累计下降 30.48%。应该是与国内供给侧改革、环保政策加强有关。

图 2.12：2017 年前 9 个月国内黄金产量显著下降

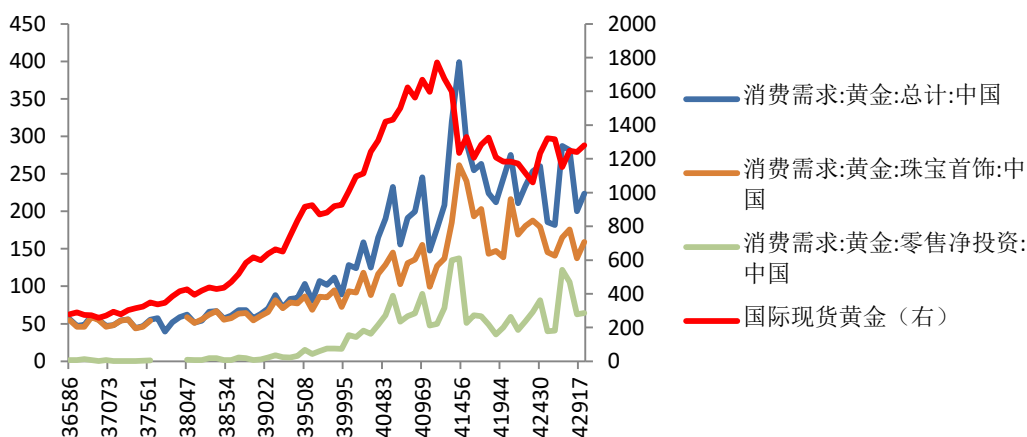


数据来源：中国黄金协会 南华研究

国内的黄金消费主要集中在珠宝首饰和零售投资，其中 2017 年三季度珠宝首饰消费占比 71%，零售投资需求自金融危机之后也有显著增长。中国的黄金消费与价格并不是完全的正相关关系，在 2013 年国际金价大幅下跌的时候国内消费激增。去年四季度人民币恐慌性贬值的时候，中国黄金消费

量也显著增加，其中主要是零售净投资需求大幅增加。不过国内珠宝首饰消费量与零售投资总量走势有一定的相似性，这也说明珠宝首饰消费中有部分是出于投资的目的。

图 2.13：2017 年前三季度中国黄金消费量同比大幅增长 12%



数据来源：Wind 资讯 南华研究

2017 年前三季度，国内黄金消费同比增长 12.32%，其中珠宝首饰消费增长 1.51%，而零售净投资同比大幅增长 43.27%，这显示 2017 年消费量的增长主要来自于投资需求。

产量下降消费增加导致国内现货黄金较国际溢价明显扩大

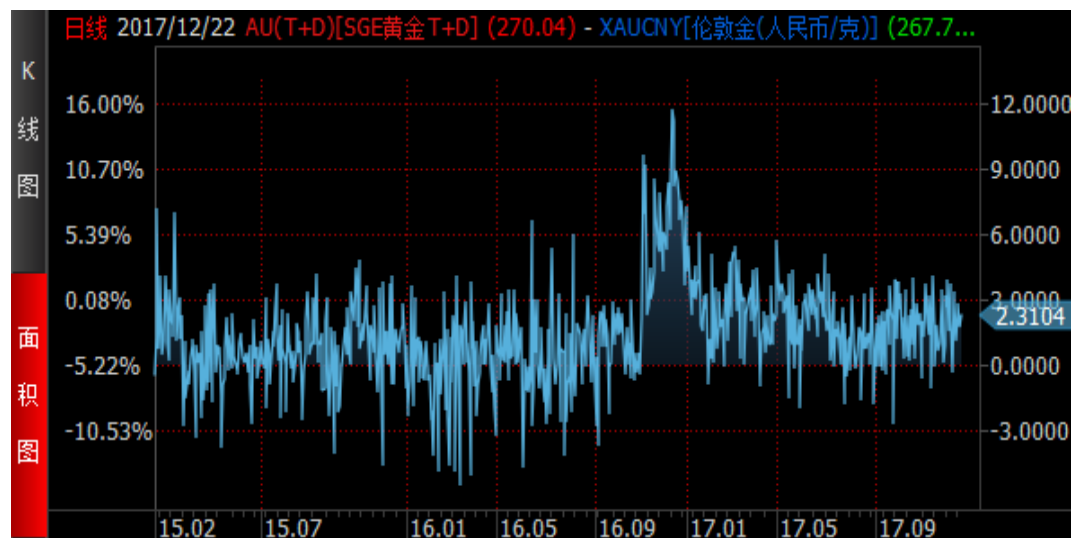
中国黄金消费向来大量依赖进口。2017 年前三季度国内矿产金总产量同比下降 10%，国内黄金消费量同比增长 12%，国内矿产金总产量仅占国内黄金总消费量的 44%，2016 年全年该比例为 50%。以上加剧了 2017 年国内黄金供应的紧张局面，导致了黄金进口量的增加，对国际黄金实物供需有一定的利多影响。

去年四季度人民币对美元大幅贬值，导致市场传言为了遏制人民币的恐慌性贬值，黄金进口可能会受到限制，这导致国内现货黄金价格与国际现货黄金的价差一度大幅扩大，但随着人民币对美元汇率趋稳，价差逐步回落，如图 2.14 中所示。

此外从图 2.14 中还可以看出，总体上 2017 年国内现货黄金的价格较国际现货黄金的平均价差比 2015 和 2016 年前三季度略高。数据统计也显示，截止到 12 月 22 日，2017 年全年上金所黄金（T+D）-伦敦金（人民币/克）平均价差为 2.07 元/克，而 2016 年 1 月 4 日至 11 月 8 日（特朗普当选总统前日）平均价差仅为 0.41 元/克。2016 和 2017 年金价都在上涨，这不能仅仅用收盘时间差来解释平均价差明显扩大。

我们认为这与国内矿产金产量减少、消费量增加供应更加紧张并更加依赖进口有关。因供给侧改革在持续推进，2018 年国内现货金价与国际现货金价的价差或维持在 2 元/克左右，未来国内需求若增加，价差可能会有小幅扩大。

图 2.14: AU (T+D) 与伦敦金 (人民币/克) 价差在 2017 年普遍扩大



数据来源: Wind 资讯 南华研究

期现价差 12 月合约较规律 6 月可能有背离

目前上海期货交易所上市的黄金期货一般有 2 个活跃合约, 分别是 6 月和 12 月。6 月期货合约的活跃期一般是 11 月到次年 5 月。观察现货与期货的价差, 6 月合约在 6 月交割日附近期货价格回归现货, 价差接近 0。在 6 月合约活跃期内, 一般现货与期货的价差逐步缩小, 但前两年元旦附近出现价差扩大, 随后才逐步缩小, 此外在 6 月合约的非活跃期价差也可能维持震荡而不是回归。元旦附近的价差波动隐含套利机会, 今年元旦附近建议关注此类交易机会。

图 2.15: AU (T+D) 与沪金 6 月合约价差



数据来源: Wind 资讯 南华研究

12 月期货合约的活跃期一般是 5 月到 11 月，12 月期货合约与现货之间价差的回归相对比 6 月更有规律性。

图 2.16: AU (T+D) 与沪金 12 月合约价差



数据来源: Wind 资讯 南华研究

2.2.2. 人民币或震荡小幅贬值 轻微利多国内金银

人民币对美元的汇率走势对国内金银的影响非常大，体现在（1）国内国际黄金价格汇率兑换以后应该具有价格统一性，否则存在无风险进出口贸易套利机会。人民币对美元升值将导致国内黄金涨幅更小或者跌幅更大，人民币对美元贬值将导致国内黄金涨幅更大或者跌幅较国际价格更小。国内白银因为增值税价格走势有一定的独立性，但与汇率的关系与黄金基本类似。在本报告第一章第三节中也有阐述。

（2）人民币对美元恐慌性贬值时期，会导致国内抢购黄金这种国际性资产，实物需求大幅增长，去年四季度零售净投资需求大涨即是这种情况。此外这种短期需求的爆发也会导致国内现货黄金供应紧张，较国际金价价差扩大，加上担忧人民币贬值压力可能导致黄金进口收紧，国内的溢价进一步扩大。去年四季度黄金内外盘价差大幅扩大即是例证，上一节中有论述，白银去年同期价差走势与黄金也是类似。

2018 年人民币预计震荡贬值 小幅利多国内金银

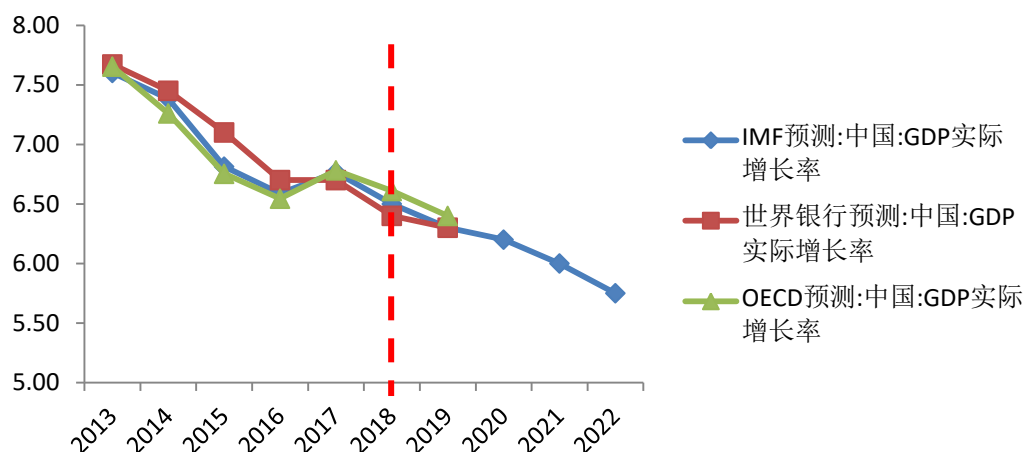
因此未来还需重点关注人民币对美元的汇率走势。去年四季度的恐慌性贬值主要是因为特朗普当选后高调宣布了重增长宽松财政政策的施政纲领，导致美国金融市场异常乐观，美元大涨人民币大幅贬值。

2017 年人民币对美元大幅升值，与市场对特朗普政策推进缓慢较为失望、美联储推迟加息以及中国经济好转等都有关系，此外特朗普政府也在干预美元的过度升值对美国国内进出口的影响。

上面我们对美国的情况进行了分析，我们认为 2018 年不太可能会出现因为美国极度乐观而导致的人民币对美元恐慌性贬值。而国内 19 大报告中要求“守住不发生系统性金融风险的底线”，各级政府都高度关注市场稳定，随着经济复苏，我们认为 2018 年也不太可能因为国内的情况极差而导致人

民币对美元恐慌性贬值。

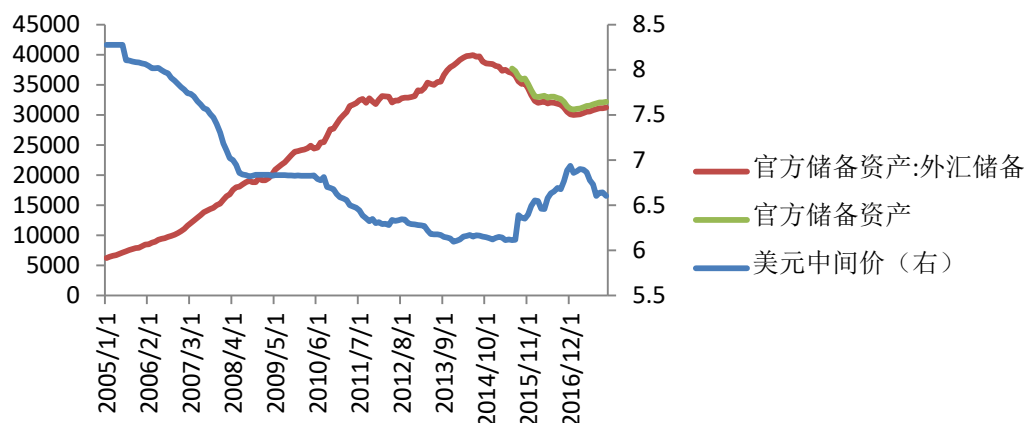
图 2.17：国际组织对中国经济增长的预测



数据来源：IMF 世界银行 Wind 资讯 南华研究

如图 2.17，国际组织对 2018 年中国的经济增长普遍并不看好，但是世界银行在 10 月份上调了对中国 2017 年和 2018 年的经济增长预期，显示对经济增长的信心在增强。

图 2.18：外汇储备与人民币兑美元汇率的走势



数据来源：中国人民银行 中国外汇交易中心 南华研究

如图 2.18，外汇储备与人民币兑美元汇率的走势负相关，但是 2017 年人民币升值幅度很大，外汇储备增加不多，显示央行调控在减弱。不过央行在 9 月份人民币升值幅度很大的时候宣布下调外汇风险准备金，也是采用多样的手段缓和汇率的大幅单边走势。

最近几年人民币兑美元的汇率走势与中国 GDP 走势有较强的负相关性，2013 年至今季度数据计算得出相关系数达到-0.76，也就是若 GDP 走低，人民币对美元大概率贬值；若 GDP 走强，则人民币对美元大概率升值。

中国 GDP 在 2017 年有所回升，目前国内各项 PMI 表现不错并且比较平稳不像美国有明显的回落，但房地产调控趋严有下滑趋势，可能影响明年的经济增长。结合国际组织的预测，预计 2018 年

国内经济将缓慢走低。

因此预计人民币对美元在 2018 年或震荡小幅贬值，在一定程度上将利多国内金银价格。

2.2.3. 国内白银预计跟随黄金 较外盘溢价或扩大

如图 2.19 国内金银指数叠加图显示，国内白银的走势与黄金中期趋势基本一致，但波动幅度有一定的差别。同时国内金银走势的相关性看起来不如 COMEX 金银相关性强。

数据统计上来看，截止到 12 月 22 日，2017 年全年 COMEX 黄金与白银价格的相关系数仅为 0.28，国内上期所黄金期货与白银期货相关系数为 0.41，上金所黄金(T+D)与白银(T+D)相关系数为 0.55，以上数据看起来都不强。

不过仅看四季度至 12 月 22 日的相关系数的话，COMEX 金银为 0.87，上期所金银为 0.75，这表明国内金银相关性确实不如外盘的相关性强，不过也看出来在中期趋势上，金银的同步性相当强。

黄金市场机构投资者相对较多，白银市场主要是个人投资者，通常在黄金投资情绪低迷时，白银更甚，而在黄金投资情绪高涨时，白银同样更容易过度乐观。因此在分析白银价格时以跟随黄金的价格判断为主。

图 2.19：上期所黄金白银指数走势叠加图



数据来源：博易大师 南华研究

如图 2.20 所示，国内白银现货与国际白银现货的价差波动还是比较大的，在 2016 年趋势性波动明显，而在 2017 年波动幅度逐渐趋平，价差中枢小幅上涨。国内供给侧改革可能对白银的产量也有影响，预计 2018 年白银内盘较外盘的价差可能继续震荡小幅上涨。白银期货对白银 T+D 的价差最近两年回归的比较规律，交易机会或不多。

图 2.20：国内白银现货与国际白银现货的价差在 2017 年波动趋平小幅上升



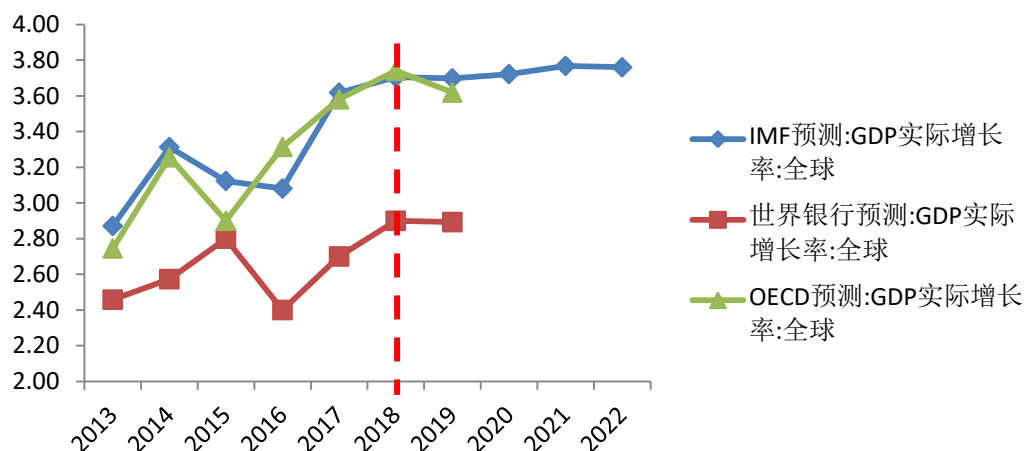
数据来源：Wind 资讯 南华研究

第3章 大宗商品市场氛围利多金银趋势

3.1. 大宗商品市场氛围偏多 利多金银趋势

如图 3.1 所示，国际组织对明年的全球经济展望普遍表现出了乐观的态度，我们看到 IMF（国际货币基金组织）、世界银行和 OECD（经济合作与发展组织）均预测明年全球经济增长将加速，实际 GDP 增长将超过今年。全球经济的协同复苏将有利于大宗商品的需求。

图 3.1：国际组织均预测明年全球经济增长加快



数据来源：IMF 世界银行 Wind 资讯 南华研究

黄金白银虽然金融属性较强，但是价格趋势历来与原油、工业品等保持一致，而商品自 2015 年末美联储首次加息开启的上涨趋势行情预计仍未结束。最近两年原油在 OPEC 限产协议以及美国页岩油迫于成本压力减产的情况下供需结构已经有所改善，近期价格持续上涨，未来或震荡缓慢上涨；大宗工业品 2017 年在供给侧改革和经济复苏带动需求回暖的情况下均保持上涨趋势。

预计 2018 年大宗商品将继续保持上涨趋势，但因供给侧改革同样会影响到需求，预计趋势性不是很强，在一定程度上利多黄金白银的趋势。

3.2. 欧洲经济在复苏 预计对金银影响不大

明年 3 月意大利或将举行大选，市场担心反对欧元的民粹主义政党五星运动党可能在竞选中破坏既有的政治秩序，为欧元区进一步整合带来挑战。有消息指出意大利法律规定不允许进行有关退出国际条约的公投，此外基于意大利上下两院权力对等、任何立法必须同时经两院同意，而政府很难同时在两院中取得多数席位的现状，我们认为五星运动党也较难有所作为，意大利大选对黄金白银市场的影响或不大。

英国脱欧谈判仍在继续艰难推进，因已经拖延很久，金融市场包括金银市场对此关注度不高，预计对金银价格的影响不大。

西班牙加泰罗尼亚地区闹独立已经有一段时间了，预计未来影响仍不会很大。

表 3.1：欧元区 2017 年市场表现良好%（截止到 12 月 15 日）

	Q4'16	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	全年
欧洲股市						
欧盟斯托克 50 价格指数	9.60	6.39	-1.69	4.44	-0.95	8.21
德国 DAX30 指数	9.23	7.25	0.10	4.09	2.14	14.13
法国 CAC40 指数	9.31	5.35	-0.04	4.08	0.37	10.02
意大利富时 MIB 指数	17.28	6.54	0.45	10.26	-2.65	14.87
西班牙 IBEX35 指数	6.52	11.88	-0.18	-0.60	-2.23	8.54
10 年期国债收益率(基点)						
德国	33	12	14	0	-16	9
法国	50	28	-16	-7	-11	-5
意大利	63	50	-16	-5	-30	0
西班牙	50	28	-13	6	-15	8
希腊	-117	-12	-156	24	-169	-314
汇率						
欧元兑美元	-5.56	1.42	6.74	3.45	0.00	12.00

数据来源：Bloomberg Wind 资讯 南华研究

如表 3.1 所示，截止到 12 月 15 日，2017 年四季度仅德法股票指数上涨，意大利和西班牙均有所

下跌，10 年期国债收益率普遍大幅下降，显示市场有一定的避险情绪但并未恐慌，希腊国债收益率继续大幅下跌。

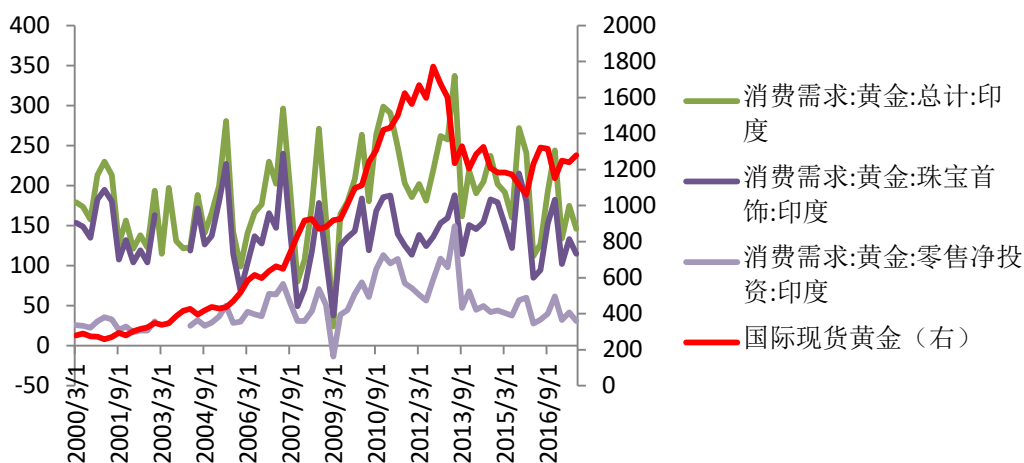
从全年来看，欧元区各国股票指数普遍大幅上涨，国债收益率普遍波动不大，希腊国债收益率大幅下降 314 个基点，显示其债务违约概率大幅下降，市场对其信心明显增强。欧元对美元大幅升值。

欧洲明年预计经济持续复苏，尽管有意大利大选等不确定事件，但不至于导致脱欧，希腊违约概率也在大幅下降。在经济复苏的阶段，预计其他国家情况也在好转，因此欧洲 2018 年预计对黄金市场影响不大。

3.3. 印度黄金消费增长 5% 影响或不大

印度的黄金总消费量这些年没有趋势性的波动，但变动也比较大。其中首饰消费与价格有一定的负相关性，零售净投资最近几年随着价格下滑有所回落。2017 年前三季度，印度黄金总消费量增长 5.27%，其中珠宝首饰消费增长 5.44%，零售净投资增长 4.67%，增长还是比较平均的，不像中国 2017 年的消费增长主要来自于投资需求。

图 3.2: 印度黄金消费 2017 年前三季度增长 5%



数据来源: Wind 资讯 南华研究

印度 2017 年黄金的消费量增长不大，预计 2018 年印度消费量仍然维持在目前的水平附近。黄金实物供需本来对价格的影响就不大，印度的黄金消费量与中国的差距在拉大，预计未来对国际黄金市场的影响仍然不大。

第4章 总结及策略推荐

4.1. 特朗普是关键 黄金或继续震荡缓慢上涨

短期美国加息和税改的利空已经出尽国际黄金或上涨，明年上半年在减税、放松监管、基建计划、医改等政策的刺激下，大概率经济复苏较为强劲市场信心良好，国际黄金预计维持宽幅震荡。

下半年 9 月加息与否是重点，中期选举大概率对特朗普不利，在政策推进艰难缺乏新刺激的情况下市场情绪可能会有改变，届时国际黄金可能有上涨的机会。国际黄金全年预计震荡缓慢上涨，价格中枢将上移。

人民币对美元 2018 年或震荡小幅贬值，这将轻微利多国内金银。因国内供给侧改革影响到了矿产金的产量，2018 年该情况或持续，这将导致国内黄金供应紧张增加进口，从而导致国内黄金价格与国际黄金的价差继续扩大。预计 2018 年国内黄金价格也是震荡缓慢上涨。

关注沪金期货与现货黄金 T+D 的价差波动，短期可能有套利机会。国内外黄金价差预计日常波动较大，价差均价或缓慢抬升，若人民币贬值预期较强，价差有可能扩大，或有套利机会。此外建议投资者阶段性地买入牛市价差组合期权，或有盈利机会。

4.2. 白银上半年或低迷 下半年仍有机会

短期加息和税改的利空出尽，白银短期或仍上涨。但从我们以上的分析来看，黄金在 2018 年上半年机会不大，投资情绪依然不是很强烈，这对于白银是不利的，预计国际白银或仍宽幅震荡可能小幅下跌。下半年黄金若有机会大涨，则白银投资情绪将放大，可能涨幅较大。

人民币若小幅贬值，对白银也有一定的利多影响。但国内在投资情绪不强的时候，白银上涨动力下降，因此预计 2018 年上半年国内白银或仍震荡偏弱，等待下半年的机会。

国内白银对外盘的价差波动可能会比较大，具有一定的回归属性，因此当内外盘价差较大或者较小时，可入场做价差回归的套利交易。白银期货对白银 T+D 的价差最近两年回归的比较规律，交易机会或不多。对于国内白银期权，建议阶段性买入熊市价差组合期权，或有盈利机会。

对于黄金白银品种间的套利，没有必然的回归关系，因此风险相对较大。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话：0513-89011168

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

天津营业部

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

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

汕头营业部

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

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话：0351-2118001

宁波分公司

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

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

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

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

温州营业部

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

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

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

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

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

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

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

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 室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

大连营业部

辽宁省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

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

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

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 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

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。也不保证我公司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