



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

0571-89727545

xuena@nawaa.com

美元强劲 国际金银或偏空

摘要

二季度美国经济复苏强劲，美联储持续加息美元回流，美元指数大涨，国际黄金下跌。

贸易战是下半年最大的不确定性因素，预计双方都不会轻易妥协，贸易战或将会一直持续，但预计对美国经济影响有限，对金银市场影响也有限。当贸易战发展到影响市场对美国及美元的信心时，还是有可能阶段性利多金银的。

下半年美国经济复苏预计强劲、特朗普支持率上升以及美元指数上涨都将打击黄金白银的投资需求，下半年通胀率对金银的提振作用或有限。目前黄金缺乏趋势大涨的条件。

国际黄金目前已经跌破趋势线和整数支撑位 1300 美元/盎司，建议下半年逢高做空国际黄金，可能会有较大幅度下跌，第一目标位 1250 美元/盎司，第二目标位 1200 美元/盎司，还是有可能跌破目标位的。可以买入看跌期权，或者卖出看涨期权，也可以短期买入熊市价差期权。

受美元指数上涨以及贸易战的影响，下半年人民币对美元或继续贬值，国内黄金跌幅或较小，甚至可能出现震荡，建议中线波段操作，短期可买入熊市价差期权。

由于国际黄金基本面下半年偏弱，白银的投资情绪很难特别高涨，预计下半年国际白银可能也会震荡下跌。由于人民币对美元大概率贬值，国内白银跌幅较小，可能出现震荡，白银的个人投机者众多，下半年若炒作人民币贬值预期，国内白银表现或较国内黄金更强势。

目录

第 1 章	二季度投资情绪下降，黄金下跌白银较强.....	3
1.1.	今年一季度黄金供应增加需求下滑.....	3
1.2.	二季度 ETF 投资下降，黄金下跌白银较强.....	3
第 2 章	下半年重点关注.....	4
2.1.	美国市场信心是关键.....	4
2.2.	美元指数或上涨利空人民币 利多国内金银	11
2.3.	欧元大幅贬值利空金银 下半年关注贸易战的影响.....	13
第 3 章	总结及策略推荐.....	15
3.1.	美国经济汇率强劲 国际黄金可能大幅下跌	15
3.2.	国内白银或较国内黄金更强势.....	16
3.3.	风险提示	17
南华期货分支机构.....		18

第1章 二季度投资情绪下降，黄金下跌白银较强

1.1. 今年一季度黄金供应增加需求下滑

今年一季度黄金供应小幅波动，其中矿产金同比增加环比下降，回收金同比波动不大。需求方面变动较大，其中主要是投资需求变动大，金币金条需求同比下滑了15%，ETF及类似产品的需求同比大幅下滑了66%，但央行需求同比增加了42%，珠宝首饰和工业需求变动不大。黄金总需求同比下滑了7%。

今年一季度黄金全球供应增加需求下降，基本面表现并不好，但市场情绪令价格有所上涨。

表 1.1：黄金季度供需平衡表（单位：吨）

	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	Q1'18
供应					
矿产金	759.8	811.2	849.6	877.9	770.0
生产商净对冲	-15.5	-8.2	8.5	-10.8	5.8
回收金	287.3	281.8	319.1	278.5	287.7
总供应	1,031.6	1,084.8	1,177.2	1,145.6	1,063.5
需求					
制造业					
珠宝首饰	505.8	514.6	515.2	607.4	496.3
工业制造业	78.9	81.5	84.3	88.5	82.1
金币金条总需求	298.2	248.7	233.0	258.9	254.9
ETF 及类似产品	96.0	64.6	13.2	28.9	32.4
央行及其他	82.2	96.4	121.8	73.6	116.5
黄金需求	1,061.1	1,005.8	967.5	1,057.3	982.0
盈余/赤字	-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
LBMA 黄金季均价（\$/oz）	1,219.5	1,256.6	1,277.9	1,275.4	1,329.3

资料来源：世界黄金协会 南华研究

1.2. 二季度 ETF 投资下降，黄金下跌白银较强

一季度国际金价上涨 1.88%，黄金 ETF 持仓普遍小幅增加，其中 SPDR 黄金 ETF 持仓增加 1.03%，显示一季度金融市场的黄金投资情绪还是比较高的，也是促使金价上涨的重要原因。与一季度黄金供需基本还是比较符合的。

但一季度国际白银价格下跌 3.8%，表现远差于黄金，ETF 普遍小幅减持。

二季度国际黄金价格下跌 3.58%，主要黄金 ETF 普遍减持，其中 SPDR 减持了 2.05%，幅度相对较大，显示现货市场的投资需求明显下降，与市场价格走势相一致。历史数据表现也是如此，如图 1.1，黄金 ETF 持仓与价格有一定的正相关性。

二季度国际白银价格小幅上涨 1.41%，表现较黄金更强，金银比价有所回归。白银

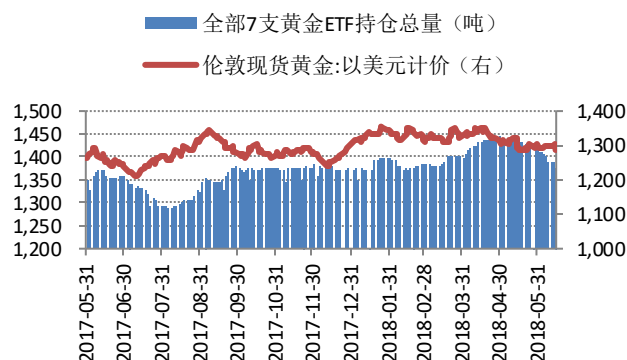
ETF 普遍减持。如图 1.2 所示，COMEX 白银的交易所库存仍然高企，但是我们看到白银表现相对黄金更强，所以该指标参考意义不大。

表 1.2：黄金白银 ETF 持仓变动百分比（截止到 6 月 15 日）

	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	Q1'18	Q2'18
COMEX 黄金（\$/oz）	8.65	-0.81	3.31	1.76	1.88	-3.58
主要黄金 ETFs 持仓	2.27	2.1	1.58	-0.42	2.00	-0.96
SPDR 黄金持仓	1.23	2.42	1.43	-3.14	1.03	-2.05
COMEX 白银(\$/oz)	14.51	-9.03	0.33	1.83	-3.80	1.41
主要白银 ETFs 持仓	-1.84	3.11	-2.88	-0.56	-0.70	-1.06
SLV 白银持仓	-3.23	2.81	-3.78	-1.88	-0.50	-1.54

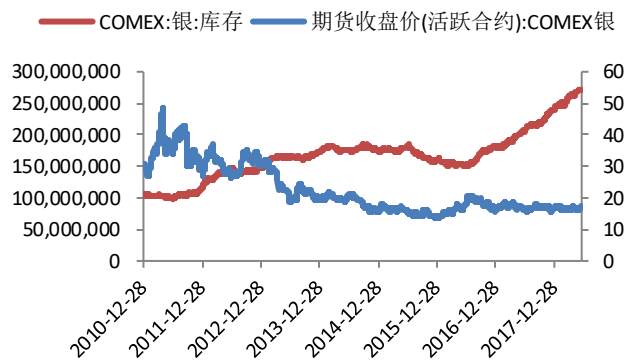
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.1、黄金 ETF 持仓与价格有一定的正相关性



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2、COMEX 白银交易所库存高企参考意义不大



资料来源：Wind 资讯 南华研究

第2章 下半年重点关注

2.1. 美国市场信心是关键

特朗普去年底的减税政策以及增加财政支出的政策效果目前正在体现出来，一方面美国经济复苏强劲，各项经济指标均处于较好的状态，另一方面，财政赤字扩大发债增加，虽然有文章对美国政府扩大财政赤字提出批评，但是经济增长是根本，赤字扩大未引起重视，并且美国政府发债增加有助于吸收美元流动性。

此外市场在 2016 年美国大选前是恐慌特朗普当选，特朗普当选后一度非常乐观，随后乐观情绪大幅回撤，特朗普支持率持续下滑。而随着减税政策以及财政政策在经济领域的效果持续得以体现，以及特朗普贸易战的目的是为了更有利于美国的谈判条件这一套路被大家熟知，今年二季度特朗普推行的政策被市场逐步接受，特朗普支持率上升，市场对美国的经济和美元信心提升，美元指数大涨，大大打击了黄金的投资避险需求。这是二季度黄金下跌的主要逻辑。

2.1.1. 经济是根本市场是表现 美国数据都很好

如表 2.1 所示,二季度美国金融市场情绪明显好转,股票指数普遍大涨波动率下降,美元指数更是大涨 5.14%。

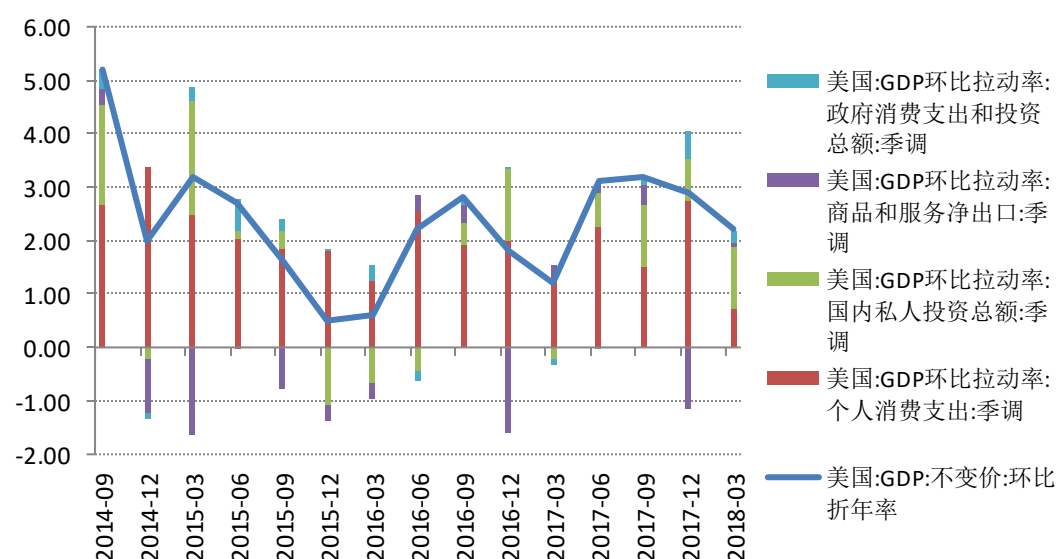
表 2.1: 美国 2018 年二季度金融市场表现良好% (截止到 6 月 15 日)

	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	Q1'18	Q2'18
COMEX 黄金主力收盘价	8.65	-0.81	3.31	1.76	1.88	-3.58
COMEX 白银主力收盘价	14.51	-9.03	0.33	1.83	-3.80	1.41
美元指数	-1.82	-4.71	-2.68	-0.87	-2.14	5.14
10 年期国债收益率 (基点)	-6	-8	3	7	33	18
纳斯达克综合指数	9.82	3.87	5.79	6.27	2.32	9.67
道琼斯工业平均指数	4.56	3.32	4.94	10.33	-2.49	4.10
标普 500 综合指数	5.53	2.57	3.96	6.12	-1.22	5.26
SP500 波动率指数(VIX)	-11.89	-9.62	-14.94	16.09	80.89	-40.01

资料来源: Wind 资讯 南华研究

GDP 数据具有滞后性,一般只能作为验证指标,一季度美国金融市场表现不佳,对应的 GDP 增速有所下滑。而二季度金融市场表现十分良好,目前市场预期的二季度 GDP 普遍较高。

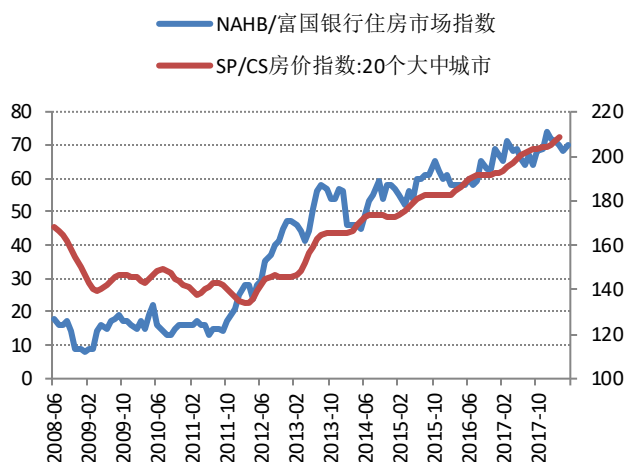
图 2.1: 2018 年一季度美国 GDP 小幅回落, 但二季度预期良好



资料来源: Wind 资讯 南华研究

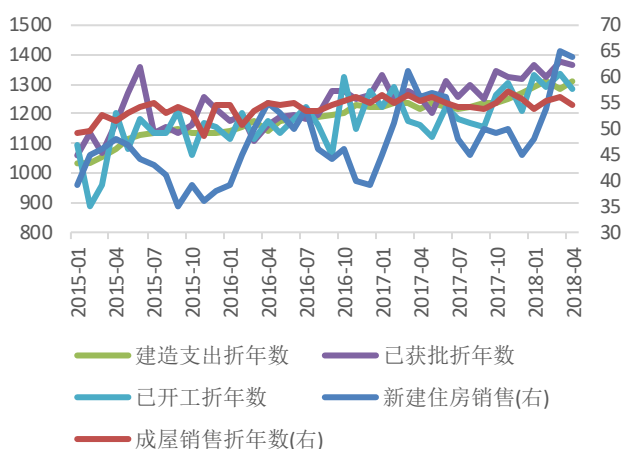
如图 2.2 和图 2.3 所示,美国房地产市场各项数据最近表现都很强势,普遍处于上升通道中,部分数据甚至有加速的迹象。据天风证券的宏观报告,“美国目前房地产库存去化仅 4 个月,小于去年同期 4.2 个月和健康的 6-7 个月库存水平,处于历史最低位。”因此下半年美国房地产市场预计仍将保持较好的发展态势。

图 2.2、房地产市场活跃度和价格走势良好



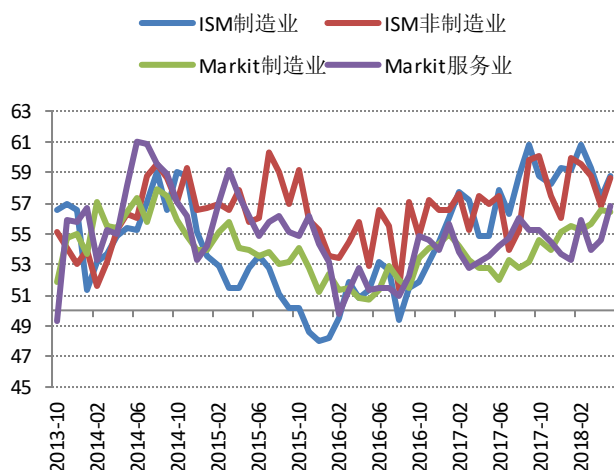
资料来源：全美房屋建筑商协会 标准普尔 南华研究

图 2.3、房地产多项数据普遍保持向上趋势



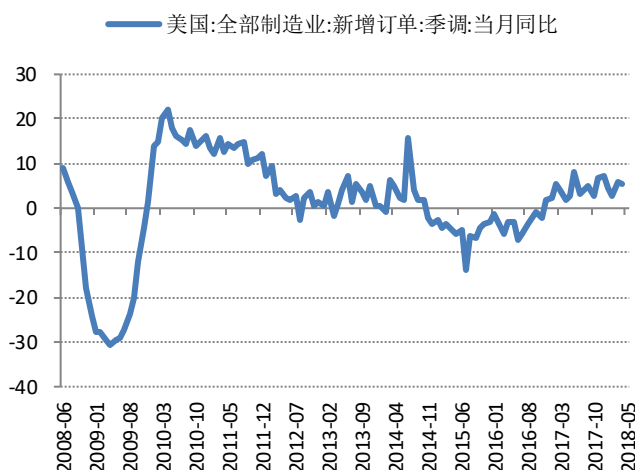
资料来源：美国商务部 全美地产经纪商协会 南华研究

图 2.4、二季度 PMI 普遍表现较好



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.5、制造业新订单表现良好



资料来源：Wind 资讯 南华研究

各项 PMI 数据和制造业订单等数据表现也都很好。以上图表数据显示出，美国近期经济复苏强劲。

预计下半年减税、增加政府开支的财政政策效果仍会继续体现，结合房地产市场低库存的现状，预计下半年美国经济复苏将维持较为强劲的态势。

2.1.2. 美联储影响减弱 但仍需关注加息

6 月 FOMC 会议如期加息 25 个基点，但基本已经被市场消化完全，对金银市场影响不大。如表 2.2 所示，本次会议上调了经济增长预期和通胀预期，下调了失业率预期，并上调了年内加息次数的预测，预计年内加息 4 次。显示美联储对经济表现十分认可。

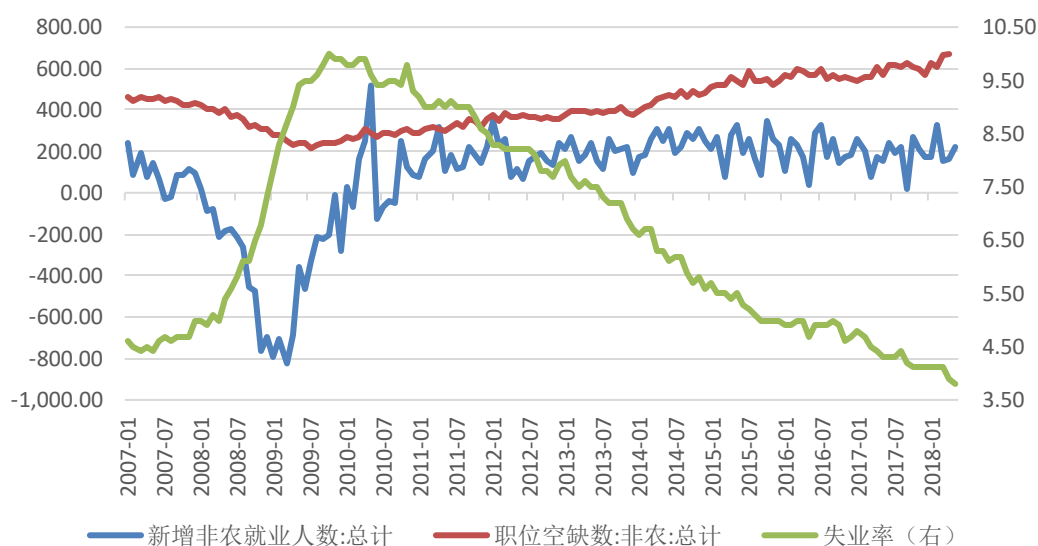
表 2.2: 美联储 6 月份 FOMC 会议发布的“经济预测概要”表格

	中位数			
	2018	2019	2020	更长期
实际 GDP 的变化	2.8	2.4	2.0	1.8
3 月预测	2.7	2.4	2.0	1.8
失业率	3.6	3.5	3.5	4.5
3 月预测	3.8	3.6	3.6	4.5
PCE 通货膨胀	2.1	2.1	2.1	2.0
3 月预测	1.9	2.0	2.1	2.0
核心 PCE 通货膨胀	2.0	2.1	2.1	
3 月预测	1.9	2.1	2.1	
备忘录：预计适当的政策路径				
联邦基金利率	2.4	3.1	3.4	2.9
3 月预测	2.1	2.9	3.4	2.9

资料来源：美联储 南华研究

市场在美联储的引导下，此前最关注的指标依次是就业数据、通胀数据以及美联储加息次数，而随着美国经济复苏逐步走强，就业数据持续较好，失业率降至 3.8%，已经处于充分就业状态，通胀数据最近也持续好转，美联储年内加息 4 次也得到了 6 月 FOMC 点阵图的支持。

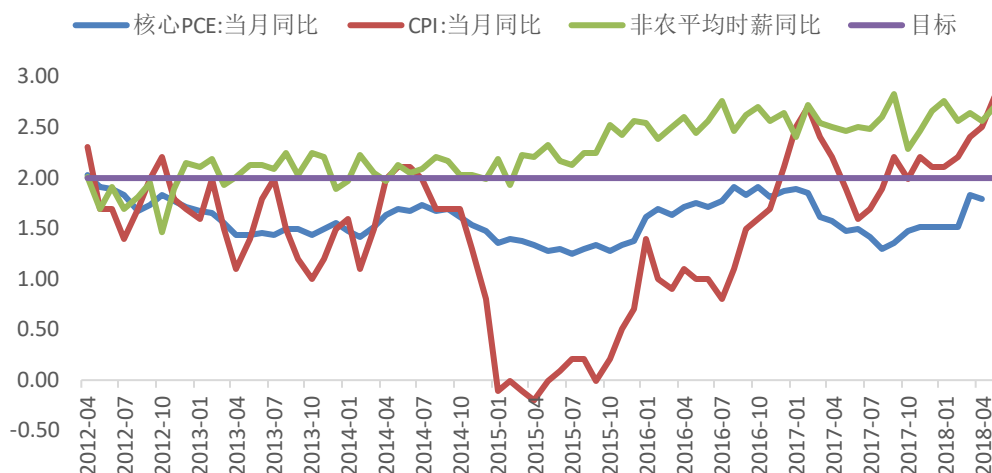
图 2.6: 非农就业人数保持高水平、职位空缺创新高、失业率持续下降



资料来源：Wind 资讯 南华研究

目前市场对美联储的关注度有所下降，但未来美联储的货币政策仍是重要的变量，日常仍需关注非农就业、失业率、通胀率以及美联储主席的表态等，若数据出现与预期相差较大的情况，一般仍会对金融市场产生较大的影响。

图 2.7: 美国通胀率近期有明显回升, 正在接近目标



资料来源: Wind 资讯 南华研究

目前美国经济复苏强劲, 下半年最大的不确定性就是贸易战的影响。美国对部分进口产品征收关税, 以及其他国家报复性的对进口自美国的商品征收关税, 可能导致经济出现其他问题, 比如通胀上升、就业下滑或者累及部分经济数据等。若影响较大, 美联储可能不得不做出反应。

另外美联储持续的加息政策, 以及美国经济增长加速和市场信心提升, 导致了大量资金回流美国, 资金的大幅外流导致部分经济基本面不佳的新兴经济体货币大幅贬值, 接近爆发货币危机, 比如阿根廷巴西等国, 并波及到经济基本面尚可的国家。

美联储主席此前曾表态撇清了美联储加息对新兴经济体的影响, 结合美国总统特朗普“美国优先”的政策方针, 除非新兴经济体的危机波及到了美国的经济数据, 否则美联储不会因其他国家而改变加息路径。未来随着美联储持续加息, 新兴经济体可能爆发经济危机, 但预计对美国的影响不会太大, 可能继续推高美元指数。

因美国是贸易逆差国, 预计贸易战对美国的影响可能是小幅提升通胀率, 其他对经济的影响可能不会太大, 甚至有助于美国国内的部分产业, 因此预计美联储年内将加息 4 次, 对金银有一定的打击。

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
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

资料来源: FED 官网 南华研究

2.1.3. 贸易战不确定性大 美元指数或仍偏强

现阶段美国经济复苏强劲，市场信心良好，下半年最大的不确定性就是特朗普主导的贸易战。目前特朗普与各国的贸易战已经从口头威胁进入到了实际行动的阶段，他国报复性的措施主要集中在打击美国的农业出口，意在向中期选举的选票施压。结合前面美国是贸易逆差国的分析，预计贸易战对美国的影响不会太大，除贸易战之外，中期选举是下半年的另一不确定性事件，并且两者有着内在的关系。因此未来特朗普支持率走向如何，以及特朗普是否会因此作出妥协是关键。

由于支持率在走高，预计特朗普不会轻易做出妥协，支持率的走高也说明贸易战得到了美国国内较多人的支持，特朗普大打贸易战的牌也是中期选举的策略之一，根据目前的趋势，特朗普所在的共和党还是很有可能在中期选举中保持在国会的优势的。根据各国的反应和一些报道，可以看出特朗普对其他国家提出的要求非常苛刻令各国难以接受，预计其他国家也很难轻易妥协，因此预计下半年贸易战或将会一直持续。当市场担忧贸易战影响经济和市场信心时，黄金白银仍阶段性的有上涨的机会。

持续的贸易战对美国影响最大的可能是推高通胀率、打击出口以及跨国企业的利润和股价，可能会对美国股市造成一定的影响，利多某些行业，对美国的影响可能有限。而对对美出口规模较大的国家的经济可能造成较大影响，比如德国、中国等。

目前市场焦点已经从集中于美联储转移到了汇率上。因美联储持续加息，受到影响最大的是新兴经济体的汇率，前面分析了可能推高美元指数。但影响美元指数最重要的因素是欧元的走势，欧洲经济复苏在今年一季度有所放缓，表现不如美国，但复苏仍在持续。欧洲央行计划年底前结束 QE，但承诺至少 2019 年夏天前不加息，可以侧面反映出欧元区在没有额外刺激的情况下，经济复苏情况不如美国乐观，很多经济数据也确实如此。加上欧元区各国不时面临的各种政治风险，欧元二季度对美元大幅贬值，是美元指数上涨的重要动力。下半年预计欧元区经济复苏很难提速，仍面临德国的难民危机导致的重新大选等政治风险，但预计影响不会太大，总体上欧元下半年或仍将对美元震荡贬值，利多美元指数，利空黄金白银。

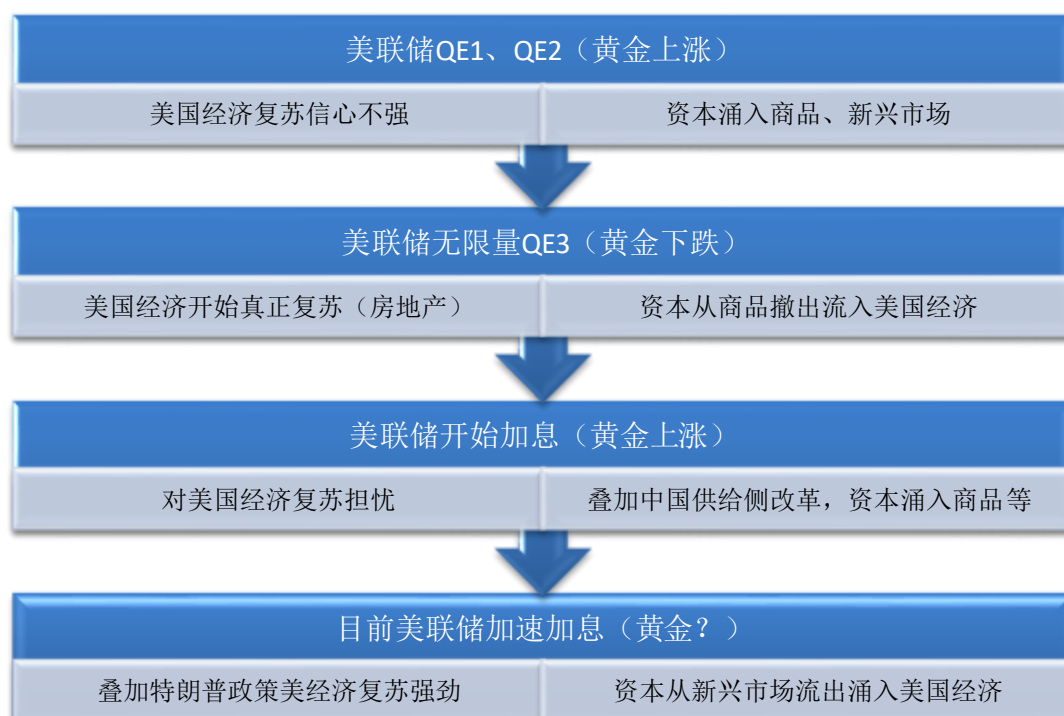
美联储持续加息、美元走强以及特朗普贸易战所带来的后果，对美国国内的影响是：美元资金持续流入美国，推高美国的房价、股价等部分美元资产，提升通胀率，令美国经济趋于过热。所以尽管美联储在采取紧缩的政策，但在宽松阶段涌入其他国家的美元流动性开始回流美国，美国的美元流动性依然非常充裕，这将导致美联储更快加息，形成恶性循环。美国需面对这些年超发的货币涌入本土的局面，美元持续升值也将会对美国的出口造成影响。

对国际市场的影响：美元流动性缺乏导致美元荒，新兴经济体汇率大幅贬值，股市债市可能下跌，被动加息紧缩且收效甚微。这些可能导致部分国家不得不放弃美元结算，或令美元国际储备货币地位下降。目前已经有部分国家这么做了，以欧元或者人民币取而代之，但是欧元有其内在的缺陷，而人民币市场仍不成熟。未来该状况若持续的话，可以说这是人民币国际化的一个机会。但下半年来看，并不足以影响到美元国际储备货币的地位，相反新兴经济体将面临极大的考验。

2.1.4. 下半年美国经济或相对强劲 将打击金银

如图 2.8 所示，这些年黄金的大幅波动趋势不仅受到美联储货币政策的影响，根本还是与美国的经济状况及信心息息相关。按照这个逻辑，美国经济持续复苏叠加特朗普减税以及增加开支等扩张政策，经济复苏下半年预计继续表现强劲，资本将继续从新兴经济体等流出涌入美国市场。CRB 指数目前趋势仍向上，但涨幅不及 2016 年，商品出现分化，更加回归基本面，下半年预计该情况持续。

图 2.8：国际金融市场逻辑转变的思考



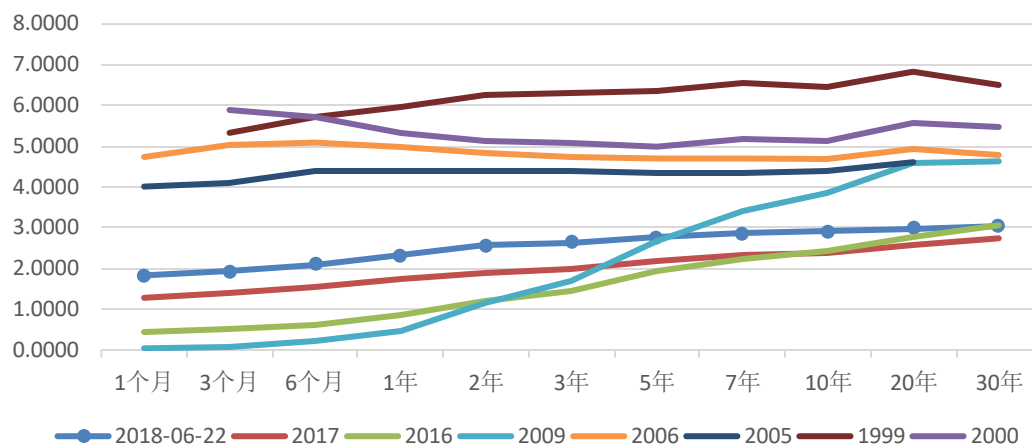
总结以往黄金趋势大涨的情况：1、金融危机之后的 QE 政策 2008 年底–2012 年；2、次贷危机之后的避险情绪 2007–2008；3、全球大宗商品普遍大涨 2000–2006；4、70 年代末美国及主要国家因原油上涨经济出现滞胀。

推测未来黄金可能爆发趋势大涨的原因：1、美国经济危机导致的避险情绪，可能性最大，但需要等待；2、滞胀：目前原油价格在涨，未来通胀与增长不可兼得时，需要看美联储的态度，若放任通胀保增长则利多金银，但目前美联储对通胀容忍度不高，发生该现象的可能性不高；3、商品普遍大涨：没有大量需求推动可能性不高，但若因通胀率上升而普涨则也利多金银；4、人民币恐慌性大幅贬值将导致国内金银大涨，下半年人民币或将出现一定幅度的贬值，但不具备恐慌性大幅贬值的基础。

如图 2.9 所示，美国国债收益率在今年明显趋于平坦，在经济周期的初始阶段比如 2009 年，收益率非常陡峭。回顾前两个经济周期，在经济周期的末端都会出现收益率平坦甚至倒挂。这也从侧面反映出美国经济进入了周期的末端，但是从目前的数据来看，下半年美国经济仍然将保持强劲，未来 1–2 年需警惕美国经济过热爆发经济危机。所以，目前黄金缺乏趋势大涨的条件。而美国经济信心的提升，或将打击黄金白银的投资

需求，从而利空金银。美欧通胀率下半年预计将继续上涨，但应该不至于立刻到失控的地步，因此通胀率对金银的提振作用或有限。

图 2.9: 美国国债收益率曲线趋于平坦



资料来源: 美联储 南华研究

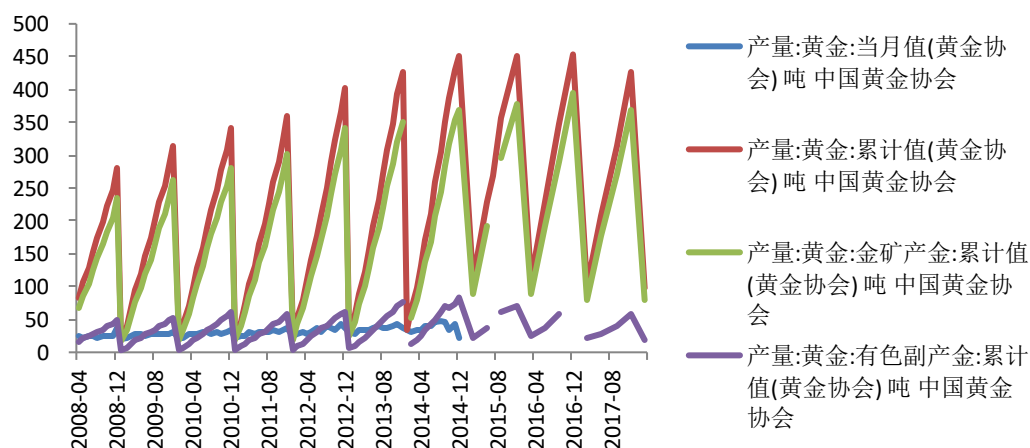
2.2. 美元指数或上涨利空人民币 利多国内金银

下半年国内主要还是看人民币对美元汇率的走势，这将决定国内金银价格的走势。

2.2.1. 一季度黄金产量下滑幅度小于需求下滑 溢价回落

据中国黄金协会的统计，国内矿产金总产量 2017 年全年累计下降 6.03%，其中金矿产金累计下降 6.51%，与国内供给侧改革、环保政策加强有关，今年一季度黄金产量同比下降 3%，主要因为有色副产金下降 16%。

图 2.10: 2018 年一季度中国黄金产量同比下滑 3%



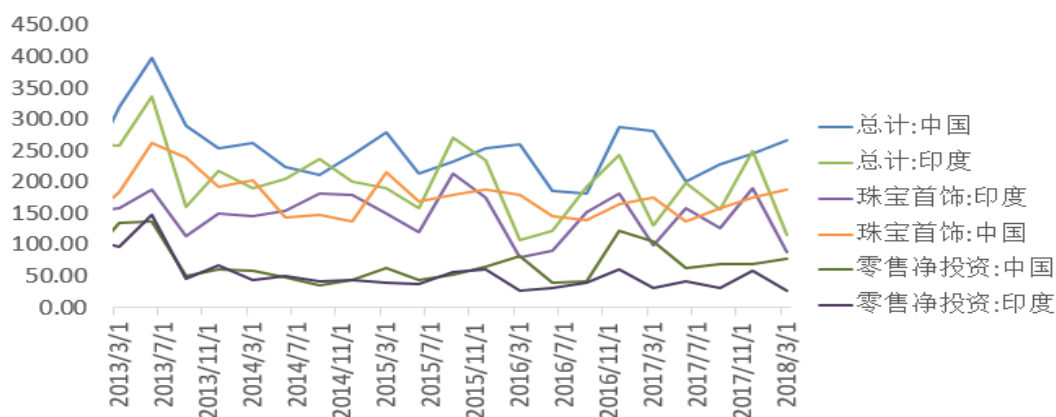
资料来源: 中国黄金协会 南华研究

2018 年一季度中国黄金消费同比减少 5.6%，其中首饰需求增加 6.9%，但零售净投资大幅减少 26.3%；印度一季度消费需求减少 11.9%，其中首饰和零售投资分别减少 11.6%和 12.8%。中国和印度需求下降可能与价格低迷有关。

一季度国内产量减少 3%同时消费减少 5.6%，这缓解了 2017 年国内产量减少同时消费增加的供应紧张局面，也使得国内金价较国际金价的溢价有所回落。

2017 年全年国内现货黄金价格较外盘现货黄金价差平均为 2.06 元/克，2018 年一季度平均价差为 1.72 元/克，二季度至 6 月 15 日平均为 1.41 元/克，溢价继续回落。

图 2.11：一季度中印消费需求均出现较大幅度下滑



资料来源：世界黄金协会 南华研究

图 2.12、国内黄金现货较外盘现货的溢价震荡回落

图 2.13、国内白银现货较外盘现货溢价二季度回落



资料来源：Wind 资讯 南华研究



资料来源：Wind 资讯 南华研究

国内白银现货的溢价 2017 年全年平均 226.67 元/千克，2018 年一季度平均为 264.89 元/千克，较 17 年有所增长，而二季度至 6 月 22 日平均为 258.17 元/千克，较一季度有所回落。

从 2018 年 5 月 1 日起，国务院将制造业等行业增值税税率从 17%降至 16%。近期国内白银溢价的小幅回落可能与增值税下调有一定的关系。另外也可能与价格走势有关，一季度白银价格下跌，国内跌幅相对较小，而二季度价格上涨，国内涨幅不及外盘。

2.2.2. 人民币下半年或继续贬值 小幅利多国内金银

二季度人民币因美元指数持续上涨而对美元大幅贬值，令国内金银价格较国际价格表现更为强势。

表 2.4：中国贵金属市场二季度表现好于外盘%（截止到 6 月 19 日）

	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	Q1'18	Q2'18
上期所黄金主力收盘价	2.67	-1.11	1.23	-0.39	-2.43	0.13
上期所白银主力收盘价	1.92	-4.27	-3.46	0.23	-7.24	3.64
美元兑人民币：即期汇率	-0.83	-1.62	-1.96	-2.03	-3.40	2.92

资料来源：Wind 资讯 南华研究

未来人民币的表现主要还是与美元指数、中美贸易战、市场对中国经济的信心等直接相关。目前来看，国际金融市场普遍认为贸易战只是增加谈判筹码的手段，但是也看到了双方不愿意妥协的决心。

从股市的表现来看，美股受到贸易战的影响还是比较小的，而国内市场表现的相对脆弱。从政治体制来看，美国民主制度，对中国商品征收关税也面临着相关方的反对、通胀的压力、中期选举等问题，但看起来特朗普决心较大，支持率走高也给了特朗普坚持的底气。中国国内政局稳定，比较统一团结，决策层决心也比较大，但是金融市场表现脆弱。从经济结构来看，美国是逆差国，贸易战中主动权相对较大，中国是顺差国，但是自美国进口的商品也不少，此外中国是美国很多跨国公司最大的海外市场。

预计双方都不会轻易妥协，但国内金融市场脆弱、出口大概率受到影响等因素或将影响到下半年国内的经济表现，征收报复性关税可能抬高国内的通胀率。再结合美联储加息、美元指数大概率将走强等因素，而国内紧缩程度预计不及美联储，这些可能导致国内的资金外流，并导致下半年人民币对美元继续贬值，将利多国内金银价格。

下半年人民币对美元若继续贬值的话，可能导致国内金银投资需求增加，国内黄金消费大量依赖进口，若人民币贬值影响到黄金进口的话，则国内黄金较外盘的溢价将显著扩大，利多国内金银价格。

2.3. 欧元大幅贬值利空金银 下半年关注贸易战的影响

欧元区一季度市场情绪不佳，二季度明显好转。其中德国表现最好，股票指数大涨 7.55%，并且 10 年期国债收益率下跌 9 个基点。法国表现次之。意大利一季度因大选未出意外而表现较好，但是二季度因组阁不顺表现较差，股票指数小幅下跌，国债收益率大幅上升。西班牙因首相被弹劾下台而表现相对较差，但好于意大利。

因美国经济复苏强劲，欧元对美元大幅贬值 5.88%，是美元指数大涨的重要动力，也是利空黄金白银的一个重要因素。

目前欧元区与美国类似，经济复苏好转，欧洲央行宣布在年底前结束 QE，但利率至少保持至 2019 年夏天不变。

下半年欧元区重大的政治事件不多，目前德国总理默克尔面临难民危机，可能面临重新大选，预计将对欧元汇率产生一定的利空影响。

表 2.5：欧元区 2018 年二季度市场表现好转%（截止到 6 月 15 日）

	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	Q1'18	Q2'18
欧洲股市						
欧盟斯托克 50 价格指数	6.39	-1.69	4.44	-2.53	-4.07	4.27
德国 DAX30 指数	7.25	0.10	4.09	0.69	-6.35	7.55
法国 CAC40 指数	5.35	-0.04	4.08	-0.32	-2.73	6.47
意大利富时 MIB 指数	6.54	0.45	10.26	-3.71	2.55	-0.98
西班牙 IBEX35 指数	11.88	-0.18	-0.60	-3.25	-4.42	2.61
10 年期国债收益率(基点)						
德国	12	14	0	-4	7	-9
法国	28	-16	-7	4	-6	1
意大利	50	-16	-5	-10	-23	82
西班牙	28	-13	6	-4	-40	13
希腊	-12	-156	24	-155	20	18
汇率						
欧元兑美元	1.42	6.74	3.45	1.58	2.73	-5.88

数据来源：Bloomberg Wind 资讯 南华研究

目前不确定性较大的是美国总统特朗普发动的贸易战，欧盟目前以较强硬的态度应对，采取了收取报复性关税的措施，未来需要关注美欧贸易战的影响，包括对欧洲经济复苏进程、进出口、通胀以及汇率等的影响。

因欧洲尤其是德国是出口导向型经济，预计贸易战对欧洲经济的影响大于美国（对美国的影响集中在中期选举上），下半年若贸易战持续，欧洲经济可能因此而放缓，通胀率上升，这将继续利多美元指数，利空欧元。不过从金融市场的表现来看，欧洲市场还是相对乐观的，不像中国。

此外下半年还需关注欧洲央行、英国央行的货币政策，可能会对汇率产生较大影响，从而影响到黄金白银的表现。预计欧洲经济复苏很难提速，倒是有可能放缓，因此预计欧洲央行的政策也很难偏鹰派，这将利空欧元利多美元。

欧元对美元若继续贬值，则将令美元指数继续上涨，利空黄金白银。

第3章 总结及策略推荐

3.1. 美国经济汇率强劲 国际黄金可能大幅下跌

总结

今年一季度黄金全球供应增加需求下降表现并不好，但市场避险情绪令价格有所上涨。二季度随着减税政策以及财政政策在经济领域的效果持续得以体现，以及特朗普贸易战的目的是为了更有利于美国的谈判条件这一套路被大家熟知，特朗普的政策被逐步接受，支持率上升，金融市场对美国的经济和美元信心提升，加上美联储持续加息美元回流，美元指数大涨 5.14%，大大打击了黄金的投资避险需求。二季度主要黄金 ETF 普遍减持，国际黄金价格下跌 3.58%。

贸易战是下半年最大的不确定性因素，预计双方都不会轻易妥协，下半年贸易战或将会一直持续。美国是贸易逆差国，持续的贸易战对美国影响最大的可能是推高通胀率、打击部分出口以及跨国企业的利润和股价，可能会对美国股市造成一定的影响，利多某些行业，对美国的影响可能有限。而对对美出口规模较大的国家的经济可能造成较大影响，比如德国、中国等。当贸易战发展到影响市场对美国及美元的信心时，还是有可能阶段性利多金银的。

减税、增加政府开支的财政政策效果下半年预计会继续体现，结合房地产市场低库存的现状，预计下半年美国经济复苏将维持较为强劲的态势，美联储可能再加息 2 次。随着美联储持续加息，美元持续回流美国，未来新兴经济体可能爆发汇率甚至经济危机，但预计对美国的影响不会太大，可能继续推高美元指数。欧元区经济复苏强度不及美国，贸易战中作为贸易顺差国受到的伤害预计将更大，此外欧元区还面临各国的政治风险，预计下半年欧元对美元仍将震荡贬值，将令美元指数继续上涨。

美国经济复苏强劲、特朗普支持率上升以及美元指数上涨都将打击黄金白银的投资需求，下半年黄金可能会有较大幅度的下跌。贸易战虽然对美欧的通胀有提升作用，但目前美欧通胀率普遍处于低位，下半年应该不至于立刻到失控的地步，因此通胀率对金银的提振作用或有限。目前黄金缺乏趋势大涨的条件，但美国经济进入了周期的末端，未来 1-2 年需警惕美国经济过热爆发危机。

预计中国对美贸易战也不会轻易妥协，国内金融市场脆弱、出口大概率受到影响等因素或将影响到下半年国内的经济表现，征收报复性关税可能抬高国内的通胀率。再结合美联储加息、美元指数大概率将走强等因素，而国内紧缩程度预计不及美联储，这些可能导致国内的资金外流，并导致下半年人民币对美元继续贬值，将缩小国内金银跌幅。若人民币贬值幅度较大，则国内金银价格可能出现小幅上涨。

下半年人民币对美元若继续贬值的话，可能导致国内金银投资需求增加，国内黄金消费大量依赖进口，若人民币贬值影响到黄金进口的话，则国内黄金较外盘的溢价将显著扩大，利多国内金银价格。

策略推荐：

国际黄金目前已经跌破趋势线和整数支撑位 1300 美元/盎司，建议下半年逢高做空国际黄金，下半年可能会有较大幅度下跌，第一目标位 1250 美元/盎司，第二目标位

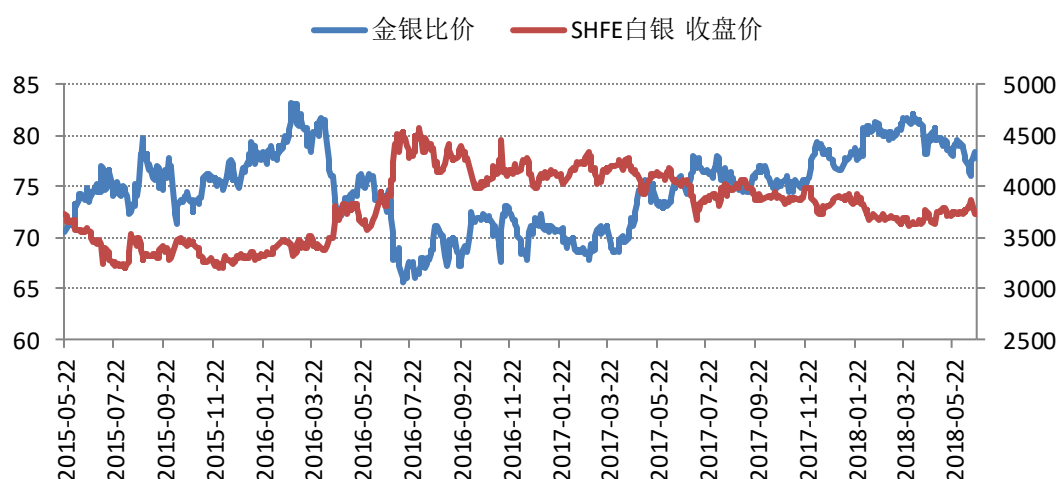
1200 美元/盎司，还是有可能跌破目标位的。可以买入看跌期权，或者卖出看涨期权，也可以短期买入熊市价差期权。

需密切关注人民币兑美元的汇率走势，国内黄金跌幅或较小，甚至可能出现震荡，建议中线波段操作，短期买入熊市价差期权更为合适。

3.2. 国内白银或较国内黄金更强势

如图 3.1 所示，白银二季度表现较黄金更强，令金银比价有所回归。此前当比价在 80 附近时，大概率将回落，本次也未例外。

图 3.1：金银比价（COMEX 黄金/COMEX 白银）近期有所回归



资料来源：上海期货交易所 COMEX 南华期货

据 GFMS 统计，2017 年白银供应减少、需求减少，2017 年国际白银价格波动不大，但投资需求明显下滑。另 2017 年白银工业需求小幅增加：

- i. 光伏发电近年来处于比较明显的上升趋势，太阳能属于清洁的新能源，但成本较高需要政府扶持，增长空间与政策关系比较大。
- ii. 环氧乙烷通常被用于制造杀菌剂，但是 2017 年 10 月 27 日，世界卫生组织国际癌症研究机构公布的致癌物清单初步整理参考，环氧乙烷在一类致癌物清单中，因此未来或影响其需求。
- iii. 其他工业需求一般与经济增长相关，摄影需求由于数码相机的普及预计将持续下滑。

金银比价与白银价格有一定的负相关性，也就是说在金银上涨的时候，白银通常涨的多，所以比价下跌，金银下跌的时候，白银通常跌的多，比价上涨。

由于国际黄金基本面下半年偏弱，白银的投资情绪很难特别高涨，预计下半年国际白银可能也会震荡下跌。由于人民币对美元大概率贬值，国内白银跌幅较小，可能出现震荡，白银的个人投机者众多，下半年若炒作人民币贬值预期，国内白银表现或较国内黄金更强势。

3.3. 风险提示

- 1、美联储若紧缩程度不及预期，则利多金银；
- 2、贸易战若失控或者市场担忧情绪蔓延的话，则利多金银；
- 3、美国和欧洲通胀大幅飙升，利多金银；
- 4、特朗普支持率下降，中期选举失利等，也会利多金银；
- 5、美国爆发危机，避险情绪将利多金银。
- 6、金银比价上涨，白银可能在投资情绪不佳的时候表现更弱。

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：4008888910

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

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

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

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

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

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

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区B地块新地中心二期808室
电话：025-86209875

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