



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

经济回暖 金银或振荡下跌

摘要

目前美联储已经宽松到了一个阶段性无法再宽松的阶段,因此未来 FOMC 会议预计不会再利多金银,同时美国经济数据有回暖迹象。国内稳杠杆政策或将增加商品供应,令商品总体偏空,这种趋势也将利空黄金白银的趋势。

未来重点关注美国经济数据,预计数据将逐渐好转,黄金或振荡下跌。但是美国经济复苏预计也不会很强劲,同时因 10 年期与 3 个月期美国国债收益率出现倒挂,市场对于经济衰退的担忧情绪短期很难完全消散,若经济数据持续偏弱,则也将阶段性利多金银。

国内黄金产量下降需求上涨供应紧张,国际金价下跌可能导致国内首饰消费增加,从而令国内黄金现货紧张溢价扩大,但只要进口通畅,溢价很难大幅扩大。人民币近期维持震荡,因美国经济好转可能好于国内,预计二季度人民币兑美元继续震荡或小幅贬值,这将小幅利多国内金银。

黄金上方压力位 1350 美元/盎司是很难有效突破的,短期黄金或将在 1300 附近维持震荡,下方第一目标位 1250 美元/盎司。沪金 1906 预计短期将在 283 附近震荡,未来建议逢高做空。

白银库存高企压力较大,预计二季度将继续振荡下跌,建议逢高做空国内外白银。

风险提示:

1、 美国经济回暖不及预期,或者金融市场恐慌情绪蔓延,避险情绪可能推动金银尤其是白银短期大涨。

2、 中美谈判进展若不顺以及其他重大突发事件可能提升避险情绪,推动金银短期上涨,尤其是白银短期可能大涨。

目录

第 1 章	黄金不乐观白银库存压力大	3
1.1.	四季度黄金 ETF 需求大幅增加	3
1.2.	2018 年白银产量下降、需求更大幅度下降	3
1.3.	一季度黄金不乐观白银库存压力大	4
第 2 章	二季度重点关注	5
2.1.	美经济回暖美联储很难更宽松 利空金银	5
2.2.	国内首饰消费或增加 溢价可能扩大	10
2.3.	欧洲经济乏力政治动荡 利多美元利空金银	12
第 3 章	总结及策略推荐	13
3.1.	美经济回暖美联储很难更宽松 黄金或震荡下跌	13
3.2.	白银库存高企 二季度或继续下跌	14
3.3.	风险提示	14
南华期货分支机构		15

第1章 黄金不乐观白银库存压力大

1.1. 四季度黄金 ETF 需求大幅增加

四季度黄金总供应环比有所减少，主要是矿产金产量有所下降，同比变动不大。需求方面，珠宝首饰需求大幅增加，同比也有所增加；ETF 及类似产品四季度转为净买入，并且购入量同比大幅增长，央行购金量环比下降同比也是大幅增长。

总实物需求环比同比均有大幅增长，导致赤字规模巨大，季均金价较三季度有所上升，但与去年同期相比仍有所下跌。数据表明，ETF 及类似产品的需求对价格的影响是最大的，并且四季度供应偏紧张。

表 1.1：黄金季度供需平衡表（单位：吨）

	Q4'17	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18
供应					
矿产金	861.9	787.9	829.8	875.2	854.1
生产商净对冲	-12.5	36.1	-36.1	-19.3	-10.0
回收金	274.4	274.9	291.4	320.9	285.4
总供应	1,123.9	1,098.9	1,085.1	1,176.8	1,129.4
需求					
制造业					
珠宝首饰	619.3	524.0	529.2	585.6	631.0
工业制造业	88.3	81.8	83.3	85.3	84.1
总制造业	707.6	605.8	612.6	670.9	715.1
金币金条总需求	259.1	261.3	248.5	299.5	280.9
ETF 及类似产品	32.5	27.1	33.8	-104.4	112.4
央行及其他	74.4	92.9	150.0	240.7	167.9
黄金需求	1,073.7	987.0	1,044.9	1,106.6	1,276.3
盈余/赤字	50.2	111.8	40.2	70.2	-146.8
总需求	1,123.9	1,098.9	1,085.1	1,176.8	1,129.4
LBMA 黄金季均价（\$/oz）	1,275.4	1,329.3	1,306.0	1,213.2	1,226.3

资料来源：世界黄金协会 南华研究

1.2. 2018 年白银产量下降、需求更大幅度下降

近几年白银供应持续下滑，但总实物需求自 2015 年之后也在持续下滑，其中光伏电池需求结束了前几年的上升态势，在 2018 年有较大幅度下滑。需求的更大幅下滑令实物赤字缩小近两年盈余扩大，白银价格在 2018 年显著下跌。

表 1.2：白银年度供需平衡表（单位：百万盎司）

	2014	2015	2016	2017	2018
矿产银	868	894	889	854	857
回收银	166	141	141	142	140

净对冲供应	17	8	-19	1	-7
总供应	1050	1043	1011	997	990
珠宝首饰	221	218	197	197	195
银币和银条	234	292	207	141	131
银器	61	63	52	58	58
工业制造	596	583	576	596	585
电子电器	264	246	234	243	250
钎焊合金和焊料	67	61	55	58	58
摄影	48	46	45	41	40
光伏电池	52	59	79	94	80
环氧乙烷（杀菌等）	5	10	10	7	5
其他工业应用	161	160	153	154	153
总实物需求	1113	1155	1033	992	970
实物盈余/赤字	-63	-112	-22	5	20
ETF 库存构建	1.4	-17.8	49.8	2.4	-0.5
交易所库存构建	-5	13	80	52	53
净平衡	-59	-107	-152	-49	-32
白银价格（US\$/oz）	19.08	15.68	17.14	17.05	15.73

资料来源：Thomson Reuters 南华研究

1.3. 一季度黄金不乐观白银库存压力大

去年四季度黄金 ETF 持仓大量增加，COMEX 黄金大涨 7.4%，而今年一季度金价仅小幅上涨 0.96%，SPDR 黄金 ETF 小幅减持 0.43%，主要黄金 ETF 也仅增持 1.54%。SPDR 持仓与金价互为格兰杰原因，具有一定的前瞻性，一季度持仓先减后增，后续需持续关注。

COMEX 黄金库存在一季度大幅下降 4.75%，2000 年至今 COMEX 金价与 COMEX 黄金库存相关系数达到 0.88，并且库存是金价的格兰杰原因，也就是说库存相对金价有一定的前瞻性，一季度黄金库存的大幅下降也表明黄金后市并不被看好。

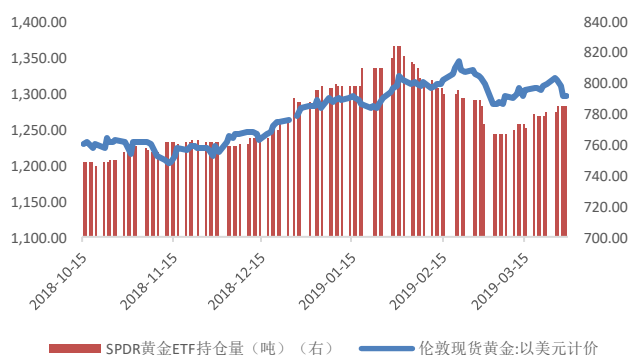
表 1.3：黄金白银 ETF 持仓和 COMEX 交易所库存变动百分比（截止到 3 月 29 日）

	Q4'17	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	Q1'19
COMEX 黄金（\$/oz）	1.76	1.88	-5.67	-4.62	7.40	0.96
COMEX 黄金库存	4.64	-0.90	-5.47	-2.72	1.23	-4.75
主要黄金 ETFs 持仓	-0.42	2.00	-2.37	-7.58	5.71	1.54
SPDR 黄金持仓	-3.14	1.03	-3.20	-9.38	6.12	-0.43
COMEX 白银(\$/oz)	1.83	-3.80	-1.10	-9.10	5.92	-2.96
COMEX 白银库存	10.72	7.05	5.91	4.99	1.46	3.76
主要白银 ETFs 持仓	-0.56	-0.70	-0.73	1.84	-4.29	-2.61
SLV 白银持仓	-1.88	-0.50	1.08	3.28	-4.75	-2.50

资料来源：Wind 资讯 南华研究

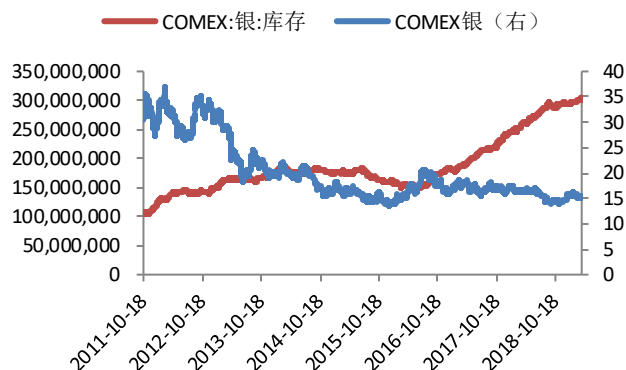
COMEX 白银一季度表现非常弱，下跌了 2.96%，ETF 也是普遍减持，COMEX 白银库存增加 3.76%。如图 1.2 所示，白银库存与价格有明显的负相关性，2000 年至今两者相关系数达到了-0.70，目前交易所库存处于非常高的位置并且一直在增加应该是白银表现比黄金弱势的主要原因。同时，LBMA（伦敦金银市场协会）的白银库存也在持续增长。预计高企的库存在未来将会继续给白银价格施压。

图 1.1、SPDR 黄金 ETF 一季度先减后增



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2、COMEX 白银库存高企并持续增长



资料来源：Wind 资讯 南华研究

第2章 二季度重点关注

2.1. 美国经济回暖美联储很难更宽松 利空金银

二季度美国市场信心仍然是关键，其中美国经济表现、美股市场情绪、美联储加息步伐、美国贸易政策等预计都将会对国际金银价格造成影响。

2.1.1. 一季度市场非常乐观 经济有回暖迹象

如表 2.1 所示，去年四季度美国金融市场恐慌异常，股票指数普遍大幅下跌，波动率大幅上涨，10 年期国债收益率大幅下跌 38 个基点，美元指数上涨 0.93%，CRB 指数下跌 12.99%，避险情绪推动金银均持续大涨，其中黄金上涨 7.40%，白银受库存拖累上涨 5.92%，涨幅不及黄金。

今年一季度，美股票指数普遍大涨，波动率大幅下降，市场情绪缓解。但 10 年期国债收益率仍下跌 28 个基点，美元指数上涨 1.24%，显示避险情绪仍较强，金银一季度波动较大，黄金累计小幅上涨，白银表现较弱，累计下跌接近 3%。

回顾一季度，黄金白银分别在 1 月 FOMC 会议决议、1 月 FOMC 会议纪要发布前上涨，主要因预期美联储将宽松，但在四季度 GDP 初值超预期等打击下，黄金回落至 1300 附近。后在 3 月 FOMC 会议决议超预期宽松后开始上涨，但未能持续又跌至 1300 附近。这表明未计入预期的 FOMC 会议结果对价格的波动仅有短期的影响，无法改变中期价格走势，印证了这一点。一季度白银在黄金震荡或下跌时，通常表现更弱，甚至黄金上涨时，跟涨幅度也不大，白银表现偏弱的特征未来或将持续。

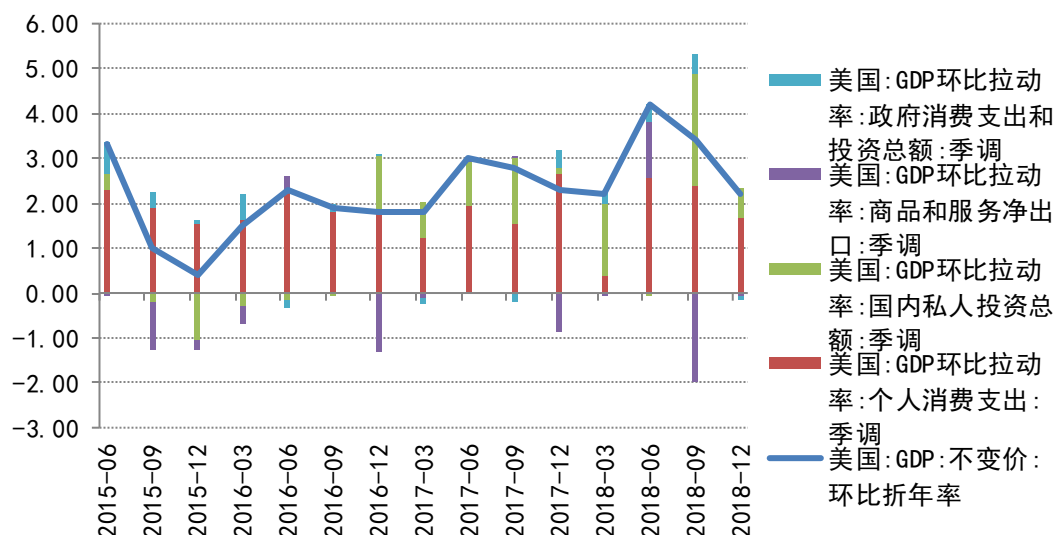
表 2.1: 2019 年一季度美国金融市场非常乐观% (截止到 3 月 29 日)

	Q4'17	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	Q1'19
COMEX 黄金主力收盘价	1.76	1.88	-5.67	-4.62	7.40	0.96
COMEX 白银主力收盘价	1.83	-3.80	-1.10	-9.10	5.92	-2.96
美元指数	-1.02	-2.14	4.79	0.70	0.93	1.24
10 年期国债收益率 (基点)	7	33	12	20	-38	-28
纳斯达克综合指数	6.27	2.32	6.33	7.14	-17.54	16.49
道琼斯工业平均指数	10.33	-2.49	0.70	9.01	-11.83	11.15
标普 500 综合指数	6.12	-1.22	2.93	7.20	-13.97	13.07
标普 500 波动率指数(VIX)	16.09	80.89	-19.43	-24.67	109.74	-46.07
标普 500 金融行业指数	8.12	-1.38	-3.58	3.86	-13.59	7.90
CRB 指数	5.89	0.77	2.57	-2.61	-12.99	8.22

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。四季度金融市场恐慌情绪明显, GDP 确实也出现了明显下滑。另 GDP 初值比较重要,初值好于预期结合其他数据也较好是一季度打击金银下跌的一个重要因素。

图 2.1: 2018 年四季度美国 GDP 增速有所回落



资料来源: Wind 资讯 南华研究

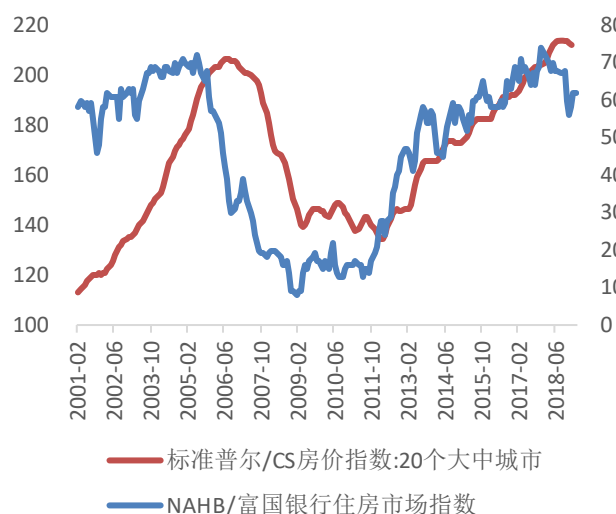
如图 2.2 和图 2.3 所示,美国房地产各项指标近期有所回暖,并未持续下滑,与美联储表态对加息有耐心并提前结束缩表有关。这与 2006 年美国房地产市场放缓之后美联储持续加息是显著不同的,当时的加息令房地产各项数据快速大幅下滑。

根据国际清算银行的数据,美国的居民杠杆率自金融危机之后一直在持续下降,主要因其中的住房抵押债务余额增长缓慢总额并未超过危机前,但消费信贷(包括助学贷款、汽车贷款和信用卡债务)大幅增长屡创新高,消费信贷与住房抵押贷款相比总额仍不高,两项相加使得居民部门未偿债务余额已经超过金融危机之前。美国房屋空置率也是危机后持续下降,目前已经降至 90 年代的水平。名义房价指数只较危机前高一点,剔除通胀因素实际房价指数并不高。

美国国内的金融部门的未偿债务余额目前比金融危机前的高点低很多,金融部门看

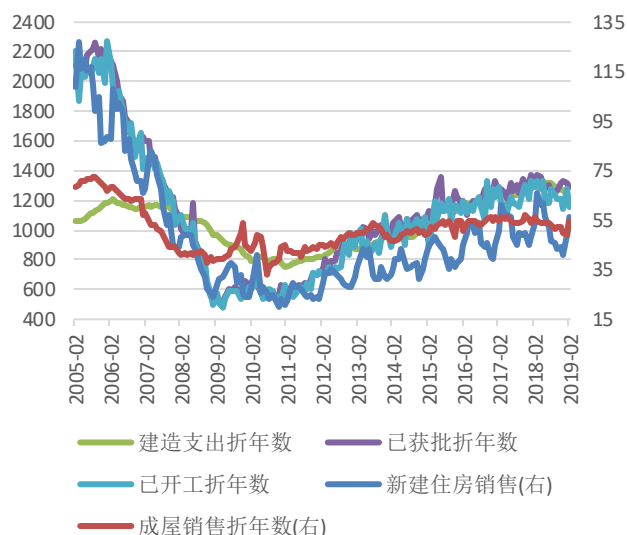
起来比较健康。目前美国非金融企业部门债务余额大幅增长，远超危机前，杠杆率也大幅增长，已经超过金融危机之前。美国政府杠杆率在金融危机之后几年快速上升，之后维持震荡，不过基于美国的经济军事实力等，在可以预计的未来美国政府债务不会引起金融市场普遍的担忧。

图 2.2、房价略停滞住房市场指数近期回暖



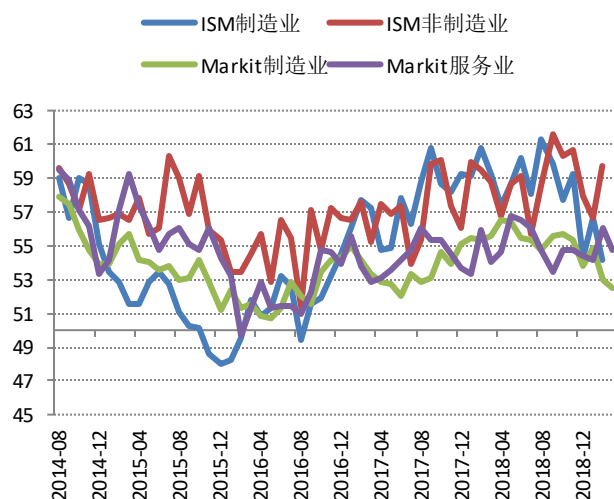
资料来源：全美房屋建筑商协会 标准普尔 南华研究

图 2.3、其他指标近期也有所回暖



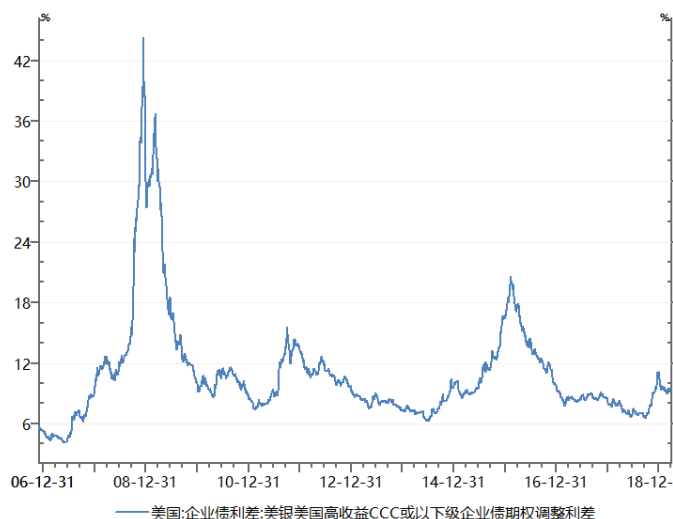
资料来源：美国商务部 全美地产经纪商协会 南华研究

图 2.4、PMI 表现不好有所放缓



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.5、美国垃圾债利差近期有所回落



资料来源：Wind 资讯 南华研究

综合来看，本轮经济周期与新一轮显著不同，目前美国房地产市场泡沫化程度较低，居民部门的消费信贷有一定的泡沫，同时企业债务泡沫相对较严重。风险主要集中在企业部门而不是居民部门、房地产市场以及金融部门，因此未来垃圾债收益率以及与国债的信用利差可能是比较好的反映危机程度的指标，该指标近期有所回落，若大幅上升则

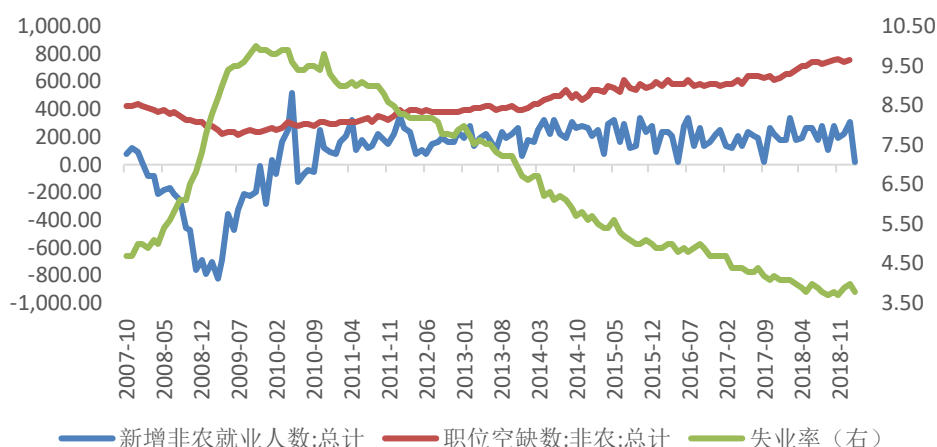
说明垃圾债收益率高企，企业融资变困难。企业部门的负债在宽松的货币政策环境下是可以延续一段时间的，放缓加息是有益于利差回落的，因此短期爆发危机的可能性不高，但未来随着企业负债、消费信贷等的不断膨胀，将越来越接近衰退。

图 2.4 中 PMI 有所放缓，但近期密歇根大学消费者信心指数、零售销售、耐用品订单、制造业新增订单等在 1 月均有所回暖。因此美国一季度经济在放缓，但房地产问题不大，也有其他指标回暖的迹象，预计二季度美国经济将有所回暖但也很难强劲。

2.1.2. 美联储年内很难降息 或阶段性利空金银

近期美国就业市场表现还是很不错的，失业率降至 3.8%，职位空缺有所回升，但新增非农就业人数在 2 月份只有 2 万，应该跟美国 2 月份经历的极寒天气有关。

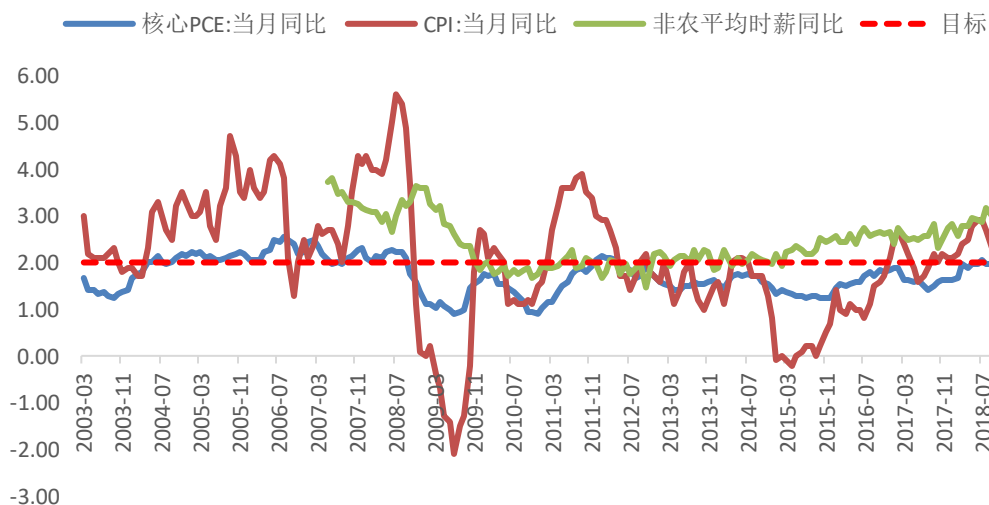
图 2.6: 非农就业人数 2 月意外回落、职位空缺维持高位、失业率低于 4%



资料来源: Wind 资讯 南华研究

近期虽然非农时薪同比明显上升，但美国的 CPI 同比有所下滑，核心 PCE 同比 1 月份为 1.8%，下滑不明显，美联储没有加息的压力，目前对通缩的担忧应该也不强。

图 2.7: 近期美国通胀率有所下滑



资料来源: Wind 资讯 南华研究

美联储 12 月 FOMC 会议预测 2019 年加息两次，而在 3 月的 FOMC 会议后的点阵图显示，美联储预测年内不会加息，并且明年也只加息一次，后年不加息。美联储同时表示将于 5 月开始缩小缩表计划的规模，并在 9 月结束缩表计划。3 月会议宽松超市场预期，令金银上涨了几点，但随后还是跌了下来。

表 2.2: 美联储 3 月份 FOMC 会议发布的“经济预测概要”表格

	中位数			
	2019	2020	2021	更长期
实际 GDP 的变化	2.1	1.9	1.8	1.9
12 月预测	2.3	2.0	1.8	1.9
失业率	3.7	3.8	3.9	4.3
12 月预测	3.5	3.6	3.8	4.4
PCE 通胀率	1.8	2.0	2.0	2.0
12 月预测	1.9	2.1	2.1	2.0
核心 PCE 通胀率	2.0	2.0	2.0	
12 月预测	2.0	2.0	2.0	
备忘录：预计适当的政策路径				
联邦基金利率	2.4	2.6	2.6	2.8
12 月预测	2.9	3.1	3.1	2.8

资料来源：FED 南华研究

预计二季度美联储会议仍将是金银价格波动的主要影响因素之一。目前因部分经济数据放缓，债券市场已经在预计美联储年内可能会降息。我们认为就业良好、通胀压力不大、通缩压力目前也不大、美股表现良好、经济数据有回暖迹象，美联储年内降息的概率是非常低的。目前美联储已经表明年内不加息并提前结束缩表了，降息概率不高，因此二季度 FOMC 会议很难更宽松，预计对金银价格主要是利空的影响。

表 2.3: 2019 年 FOMC 议息会议时间表

时间（美国东部时间）	决议内容
4 月 30 日-5 月 1 日	声明、主席新闻发布会
6 月 18-19 日	声明、预测、主席新闻发布会
7 月 30-31 日	声明、主席新闻发布会
9 月 17-18 日	声明、预测、主席新闻发布会
10 月 29-30 日	声明、主席新闻发布会
12 月 10-11 日	声明、预测、主席新闻发布会

资料来源：FED 南华研究

2.1.3. 财政政策和总统影响不大 美元指数阶段性影响金银

特朗普今年对金银市场的影响力大大减弱，主要因受制于国会，刺激性的财政政策无法推出，同时顾及股市，特朗普的关税大棒用的也不多。预计中美贸易谈判将继续进行，应该还是向着好的方向发展的，但达成协议仍比较艰难，若最终达成协议将利空金银利多股市。由于英国脱欧悬而未决，欧元区经济下滑比较严重，欧元二季度或仍承压，美元指数仍然没有趋势下跌的基础。对黄金白银也主要是阶段性的影响。

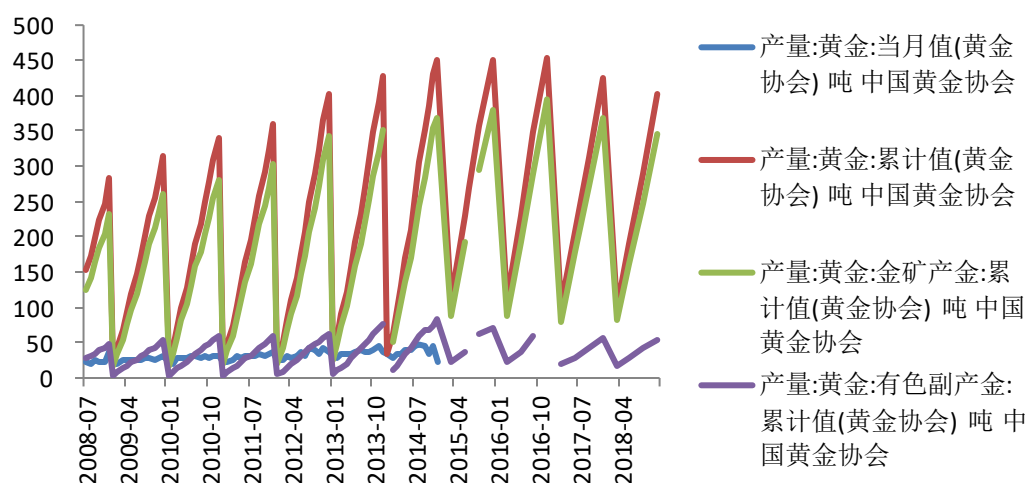
2.2. 国内首饰消费或增加 溢价可能扩大

2019 年国内主要还是看人民币兑美元汇率的走势以及国内金银供需，这将决定国内金银价格的走势。

2.2.1. 2018 年国内黄金供应紧张 未来首饰需求仍有增长空间

据中国黄金协会的统计，2018 年全年国内黄金产量同比下滑 6%，其中金矿产金下滑 6.28%，有色副产金下滑 3%。

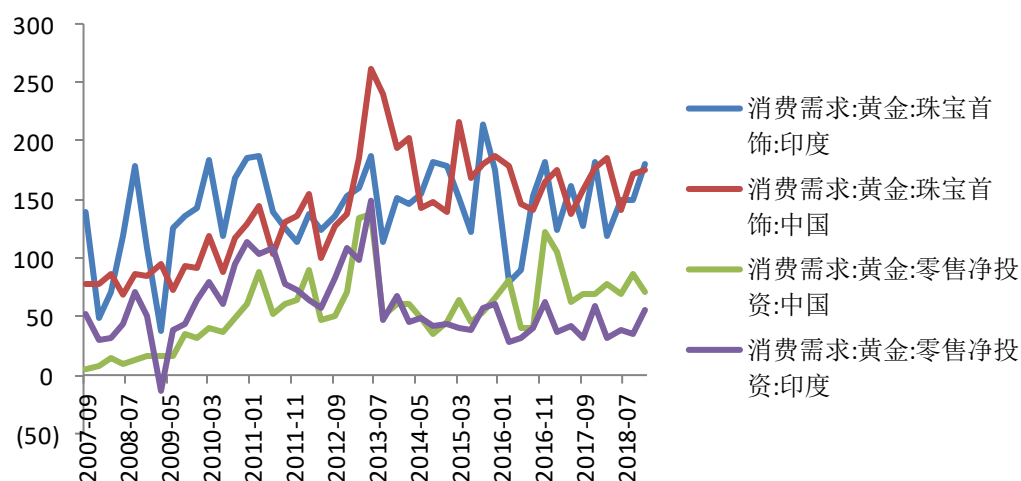
图 2.8: 2018 年全年中国黄金产量同比下滑 6%



资料来源: 中国黄金协会 南华研究

2018 年中国黄金消费量增加 2%，其中首饰消费增加 4%，零售净投资下降 1%。印度 2018 年消费与 2017 年几乎没有变化，其中首饰消费增长 1%，零售净投资下滑 4%。四季度金价上涨并未激发国内零售净投资上涨，但首饰需求有所增加。

图 2.9: 中国印度黄金消费需求总计 (单位: 吨)



资料来源: Wind 资讯 南华研究

2.2.2. 二季度人民币或小幅贬值 黄金溢价可能上升

国内去年四季度股票指数普遍也是大幅下跌，黄金白银大涨。今年一季度人民币兑美元大幅升值 2.12%，令国内金银价格承压，其中黄金下跌 2.03%，白银下跌 4.7%，表现差于外盘。人民币兑美元升值主要受中美经贸谈判向好影响，还受政府干预、资金流入、国内经济预期好转等影响。

二季度中美经贸谈判仍在持续，预计人民币兑美元很难出现大幅贬值，美国经济预计有好转，强度可能好于国内，预计二季度人民币维持宽幅震荡或小幅贬值，对国内金银有小幅利多影响。

国内 A 股股票指数一季度普遍大涨 20% 以上，乐观情绪超美国和欧洲，主要受年前悲观情绪过度、估值偏低、注册制科创板将推出、降准/减税降费宽松的货币政策和刺激性财政政策的影响。同期基本金属、黑色金属等工业品价格也是普遍上涨，表明国内需求还是有改善预期的，最新公布的 3 月 PMI 有所改善，也印证了前面的判断。

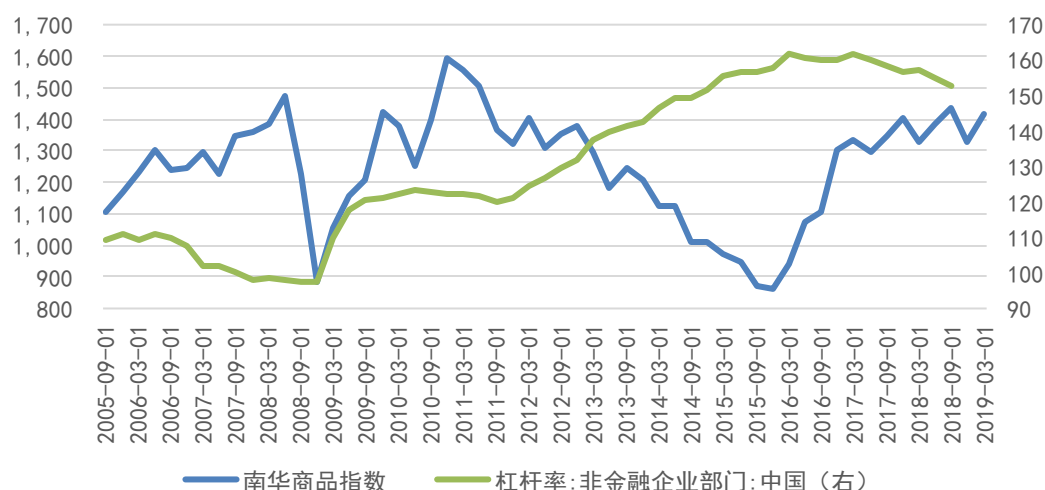
表 2.4：中国市场一季度表现%（截止到 3 月 29 日）

	Q4'17	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	Q1'19
上期所黄金主力收盘价	-0.39	-2.25	-0.06	-2.39	8.66	-2.03
上期所白银主力收盘价	0.23	-6.82	3.51	-7.34	6.63	-4.70
美元兑人民币：即期汇率	-2.03	-3.67	5.60	3.88	-0.23	-2.12
沪深 300 指数	5.07	-3.28	-9.94	-2.05	-12.45	28.62
上证 50 指数	7.04	-4.83	-8.90	5.11	-12.03	23.78
中证 500 指数	-5.34	-2.18	-14.67	-7.99	-13.18	33.10

资料来源：Wind 资讯 南华研究

同样根据国际清算银行的数据，采用与美国类似的分析方法，中国居民部门的杠杆率一直在持续上升，绝对值与美国仍有较大差异，但上升过快可能存在一定的问题。但国内房地产目前库存较低，销售近期有所好转，政府“因城施策”的方针或将部分放松对房地产的限制，预计未来一段时间国内房地产仍有发展空间。

图 2.10：中国非金融企业部门杠杆率与南华商品指数



资料来源：Wind 资讯 南华研究

中国政府部门杠杆率也在上升但绝对值不高，可能与地方政府的隐形债务有关，不过与美国类似，政府的债务问题不是很大。中国的非金融企业部门杠杆率上涨也很快处于非常高的水平，是美国的 2 倍还多，因此企业部门的债务负担是非常重的，也是最大风险所在。国家可能也意识到了这个问题，非金融企业部门杠杆率自 2016 年一季度以来有所回落，应该是国家去杠杆政策的结果。

总体上国内经济今年面临的下行压力是非常大的，但是政府也及时推出了多项大力度措施维稳，之前的去杠杆政策也改为稳杠杆政策。目前供给侧改革已经推进了几年，未来边际效用会递减，对经济以及企业的利多预计有限。如图 2.10 所示，自 2011 年至 2016 年国内非金融企业部门大幅加杠杆过程中，南华商品指数是持续下跌的。因此预计今年宽松的货币政策可以支撑企业稳杠杆，从而维持自身运营，但或将加大商品供应，从而给商品价格带来压力。不过美联储暂停加息以及结束缩表有利于新兴市场，对中国的出口预计也将产生积极的影响。

综合来看，预计二季度国内经济将小幅回暖，大宗商品供应增加，预计价格将维持震荡略偏空，供应紧张的商品或将上涨。金银趋势与商品总体上保持一致，未来商品总体震荡偏空格局或也将影响到金银的走势，其中白银需求不佳库存高企，下跌动能更强。

注册制的科创板将采用市场化的方式发展中国最缺的高新技术企业，是一项非常好的措施。一季度 A 股的上涨过快过急，近期房地产市场已经回暖，降准可能不会立即再次推出，财政政策的利好也基本已经出尽。因此预计二季度 A 股很难再出现类似一季度的疯涨普涨，不过科创板在加快推出，未来部分科创板个股的爆炒预计不会避免。在负债的压力下，企业间的分化预计将增大，未来股票走势或将更加回归基本面。

国内推出的减税降费措施预计将有利于国内的黄金首饰消费，但对国际黄金价格影响不大。2 月 19 日国际黄金开始下跌以后，可能受国内首饰消费增加的影响（类似于 2013 年），国内黄金现货较国际现货黄金溢价出现了上升。由于国内黄金产量下降需求增加，未来溢价还是有可能再次上升的。不过只要进口通畅，溢价也较难持续大幅扩大。增值税下调可能影响到白银现货与外盘的溢价，预计未来现货白银溢价将回落。

2.3. 欧洲经济乏力政治动荡 利多美元利空金银

去年四季度欧元区金融市场也是一片悲观，避险情绪强烈。今年一季度欧元区经济明显放缓，欧洲央行也放缓了加息步伐，并且超市场预期宽松，曾经令欧元兑美元大幅贬值，美元指数大涨令金银承压。欧央行的宽松政策令欧元区一季度情绪明显好转，股票指数普遍大涨，10 年期国债收益率普遍下跌，尤其是希腊，显示市场对希腊国债信心增强。但德国股指一季度涨幅较小，主要因德国受出口拖累制造业 PMI 较差。此外一季度欧元兑美元贬值 2.03%，部分也受到英国脱欧进程的影响，欧元贬值利多美元指数，进而对金银也产生了一定的影响。

未来二季度预计美国和中国经济都将会好转，欧元区货币政策宽松但财政政策很难发力经济预计也将有所回暖，德国情况不乐观预计欧洲经济很难强劲。另外英国脱欧目前仍悬而未决，未来若出现提前大选、硬脱欧等情况，则将利多美元指数，利空金银。

表 2.5：欧元区 2019 年一季度市场表现较好%（截止到 3 月 29 日）

	Q4'17	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	Q1'19
欧洲股市						
欧盟斯托克 50 价格指数	-2.53	-4.07	1.01	0.11	-11.70	11.67
德国 DAX30 指数	0.69	-6.35	1.73	-0.48	-13.78	9.16
法国 CAC40 指数	-0.32	-2.73	3.02	3.19	-13.89	13.10
意大利富时 MIB 指数	-3.71	2.55	-3.50	-4.23	-11.53	16.17
西班牙 IBEX35 指数	-3.25	-4.42	0.23	-2.43	-9.05	8.20
10 年期国债收益率(基点)						
德国	-4	7	-20	17	-23	-31
法国	4	-6	-6	14	-9	-39
意大利	-10	-23	89	47	-41	-25
西班牙	-4	-40	16	18	-8	-32
希腊	-155	20	-36	22	21	-66
汇率						
欧元兑美元	1.58	2.73	-5.38	-0.70	-1.09	-2.03

数据来源：Bloomberg Wind 资讯 南华研究

第3章 总结及策略推荐

3.1. 美国经济回暖美联储很难更宽松 黄金或震荡下跌

美国经济在去年四季度放缓，令黄金在四季度大涨，今年一季度部分美国经济数据不佳，美联储保持高度宽松的政策令黄金阶段性上涨，但经济数据总体较好令黄金阶段性下跌，季度维持震荡。

目前美联储已经宽松到了一个阶段性无法再宽松的阶段，因此未来 FOMC 会议不会再利多金银，同时美国经济数据有回暖迹象，预计将打击黄金白银的价格。但是美国经济复苏预计也不会很强劲，同时因 10 年期与 3 个月期美国国债收益率出现倒挂，市场对于经济衰退的担忧情绪很难完全消散，若经济数据持续偏弱，则也将阶段性利多金银。商品总体偏空的格局也将利空黄金的趋势。

未来重点关注美国经济数据，短期重点关注零售销售、非农就业报告等，预计数据将逐渐好转，黄金或震荡下跌。不过金价下跌可能导致国内首饰消费增加，从而令国内黄金现货紧张溢价扩大，对国内金价有一定的支撑，但只要进口通畅，溢价也很难持续大幅扩大，因此对金价的支撑非常有限。人民币近期维持震荡，因美国经济好转可能好于国内，预计二季度人民币兑美元继续震荡或小幅贬值，这将小幅利多国内金银。

黄金上方压力位 1350 美元/盎司是很难有效突破的，短期黄金或将在 1300 附近维持震荡，下方第一目标位 1250 美元/盎司。沪金 1906 预计短期将在 283 附近震荡，未来建议逢高做空。

3.2. 白银库存高企 二季度或继续下跌

一季度白银表现较黄金明显偏弱，并且白银库存累积愈加严重，结合今年稳杠杆的政策可能增加商品供应，大宗商品总趋势可能向下，预计二季度白银仍面临较大的压力。

同时黄金因美联储政策已经阶段性宽松到底没有再宽松的空间，因此黄金没有明显的上涨动力，在这种情况下，白银预计将表现更弱，建议逢高做空国内外白银。国内白银可能跌破前低点的支撑位。

3.3. 风险提示

- 1、美国经济回暖不及预期，金银可能阶段性上涨，尤其是避险情绪可能推动白银短期大涨。
- 2、中美谈判进展若不顺以及其他重大突发事件可能提升避险情绪，推动金银短期上涨，尤其是白银短期可能大涨。

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

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

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-50431979

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

南通市崇川区崇文路 1 号启瑞广场 20 层 2308、2309 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

浙江分公司

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越发大厦 905-906 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 香格里拉 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

浙江省宁波市江北区大闸南路 500 号 24 幢 1706 室
电话：0574-87274729

济南营业部

济南市历下区冻源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505
电话：0531-80998121

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

合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302
电话：0551-62586688

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 416 号中浪国际大厦 C 座 5 层 503 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(第 14 层)
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A502 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A501 室
电话：010-63161286

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

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

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798978

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：0755-82777909

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：0755-82777909

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