

► 研报 · 金银

反弹预期存在，跌势扭转较难

倍特期货 · 研究发展中心

2018 年 9 月 19 日

2018 年三季度，黄金白银期价延续了二季度的下跌趋势，白银甚至结束了一年半的震荡区间并破位下行，双双打出年内新低，直到三季度末，金银期价才勉强企稳。展望四季度，持续下跌后的金银期价，在各种短线扰动因素下具有反弹预期；但是，中长期实质性利多题材缺乏，短线反弹要想升级为对阶段跌势的逆转不太现实，金银期价中期继续下探要求仍然存在！

相关报告：

《2018年年报：波幅将放大，
不宜太乐观》

《2018年季报1：二季度先扬
后抑概率大》

《2018年季报2：黄金头部显
现，白银区间待破》

分析师：张中云

投资咨询证号：Z0001456

联系电话：0816-2238660

QQ：381251769

要点：

- ◆ 主要国家经济偏稳，通胀率不高，保值需求有限。
- ◆ 特朗普言论难改美联储加息周期。
- ◆ 贸易战、新兴市场国家及地缘政治风险对贵金属支持较为有限。
- ◆ 基金持仓兴趣显示对后市偏悲观。
- ◆ 汇率因素降低内外联动性，美元下调预期及季节性因素预计会增大短线反复。

观点和操作策略：下行通道有效，短线节奏多反复。中期偏空思路下，四季度不激进追空，趋势性交易者等反弹后高抛为主；激进者可短线尝试潜在的反弹机会，但快进快出小波段为宜。沪金指数上方压力参考 270、273、275，下方支撑 262、255；下行趋势保持健康，四季度有短线反弹预期，但二次探底概率较高。设好盈损保护的情况下空头交易为主。老空需以重要技术位为参考防范潜在反弹可能，必要时低平高空多滚动。沪银指数支撑参考 3330、3150，压力参考 3500、3620。

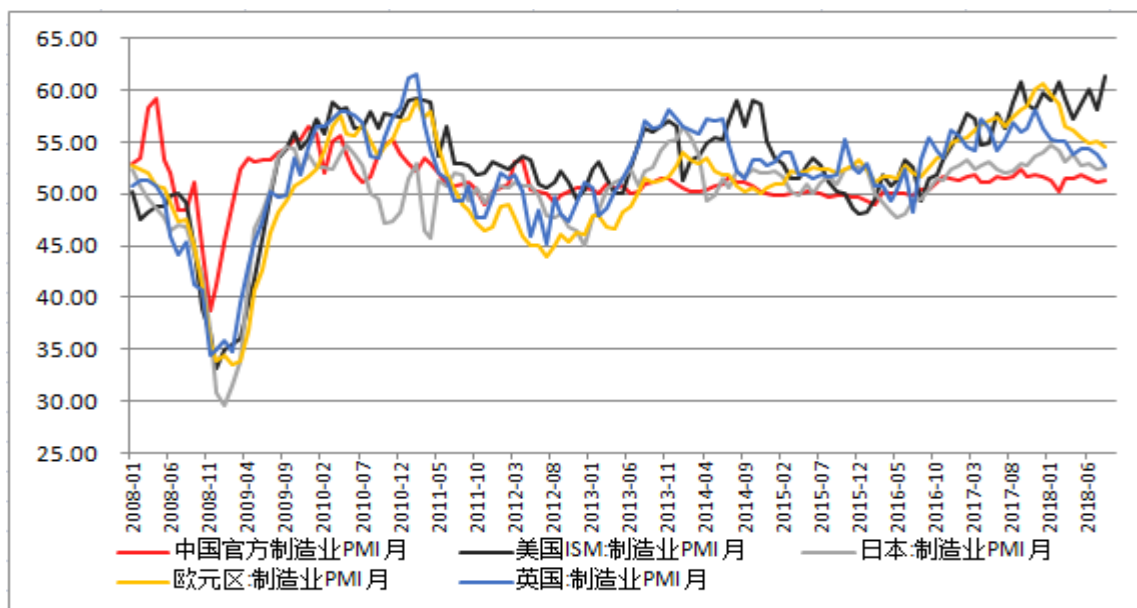
风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、主要影响因素分析

（一） 主要国家经济偏稳，通胀率不高，对避险、保值需求刺激有限。

从全球主要经济体的经济运行情况来看，目前各主要经济体经济景气指数——制造业采购经理人指数（PMI）都维持在 50 荣枯线之上（见图 1），显示经济仍处于扩张状态。即使欧元区、英国、日本三季度 PMI 数据相对上半年高峰时有所回落，但幅度有限；美国 PMI 指数在 8 月份还创出近年新高，显示经济增长势头相对强劲。可见，今年全球经济虽然受到了贸易战等不利因素的冲击，但目前总体偏稳。美股也没有出现市场一直担心大幅回跌，形态还相对健康。可以预见，四季度全球宏观经济方面，对贵金属避险需求的刺激仍将有限。

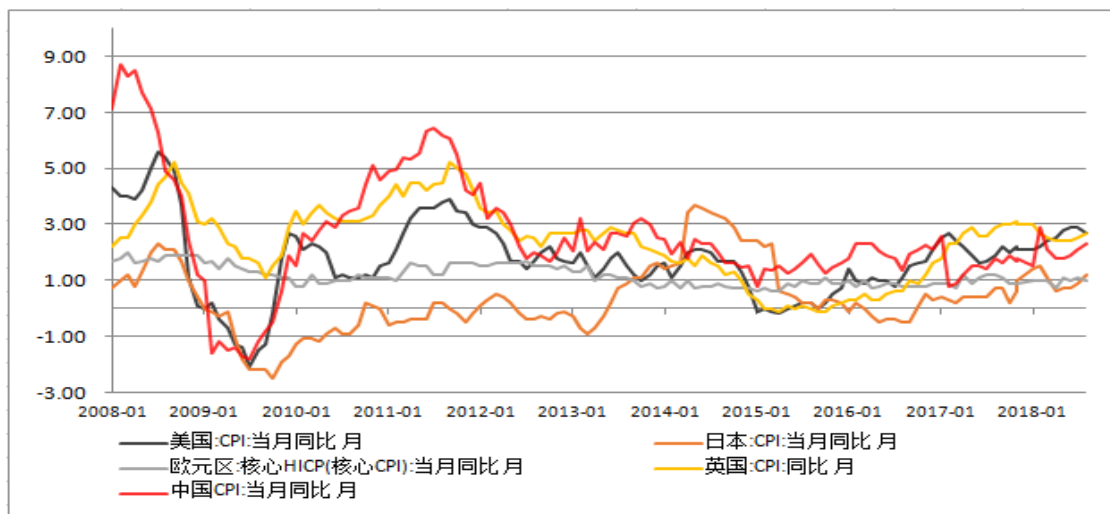
图 1：全球主要经济体制造业采购经理人指数（PMI）



（数据来源：WIND 资讯、倍特期货）

再看全球通胀水平，回顾历史上贵金属牛市的上涨因素，高通胀下的保值需求一直是重要支撑题材之一。目前来看，各主要经济体居民消费者物价指数（CPI）三季度多以小幅回升为主，但总体水平仍然不高（见图 2）。在几个主要经济体中，美国最新的 8 月 CPI 指数相对最高，为 2.7%，但相对 7 月份 2.9% 的峰值还略有下降。美国 8 月核心 CPI 仅有 2.2%；欧元区和日本 8 月 CPI 才刚好跨过 1% 的水平。在这样一种通胀水平下，贵金属的保值需求也难以被激发。

图 2：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）

（二）特朗普言论难改美联储加息周期，贵金属不具备真正转牛的货币环境。

美联储在 2018 年已经加息两次的情况下，9 月份 25-26 日的议息会议，将是 2018 年内第三个加息时间窗口。虽然美国总统特朗普对于加息一直持批评态度，认为美元强势不利于美国经济。但美联储作为政治上独立于白宫，财政上独立于国会的中央银行，其货币政策也有其独立性。特朗普的个人意见和言论在美联储的决策中不起决定作用。我们看到，在美国 8 月强劲的非农数据公布后，美联储地方联储官员仍纷纷发表鹰派言论。不仅如此，根据 CME “美联储观察”，认为美联储 9 月加息 25 个基点至 2%-2.25% 区间的概率为 100%，12 月加息至 2.25-2.5% 的概率也有 70%。9 月底的议息会议，美联储再次加息已是高概率事件。

对于美联储更进一步加息倾向，一方面，目前美国经济数据与预相比有好有坏，但总体稳定。另一方面，从美联储官员言论来看，大部分官员仍支持渐进式加息。如，美联储主席鲍威尔认为，如果经济继续强劲增长，渐进式加息可能是适宜的，并有很好的理由预计美国经济将继续表现强劲；美联储主席波士顿联储主席 Rosengren 认为经济“表现非常好”，渐进式加息是合理的；达拉斯联储主席 Robert Kaplan 表示，美联储应该持续加息，在未来的 9-12 个月，我们应该加息至少三次，也许三到四次。可见，美联储的加息周期在很大程度上还将延续。当然，四季度仍然有可能因官员言论或经济数据时好时坏而引发加息预期的强弱变化，并由此导致金银期价的反复或反弹。但加息周期下，贵金属不具备真正转牛的货币环境。

（三）避险倾向于美元，贸易战、新兴市场国家风险对贵金属的避险需求刺激不明显。

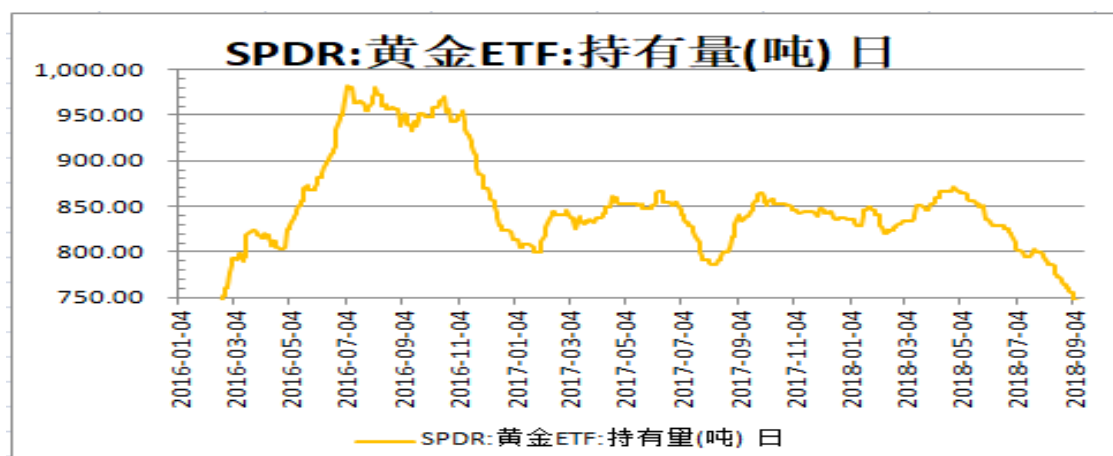
今年以来，贸易战、新兴市场国家货币贬值、地缘政治等方面还是给市场带来了较大的不确定性，不同程度地引发了市场的忧虑情绪。

首先，美国总统特朗普挑起的贸易战，目前没有看到消停的信号，特别是中美之间的贸易争端还在不断的升级。在今年 11 月美国中期选举前，贸易战更有可能成为特朗普笼络人心的一种手段，即使可能会因此开罪一些农产品主产州的选民，但农业补贴会综合这种影响。因此贸易战，特别是中美之间的贸易战还有一个长期过程。其次，新兴市场国家风险，今年在美元持续升值和美联储持续加息的大背景下，以阿根廷、土耳其为代表的全球新兴市场国家风声鹤唳。阿根廷、土耳其货币贬值幅度分别高达约 96% 和近 60%；巴西和南非，两国货币贬值幅度也在 20% 左右。这些国家货币的大幅贬值，引发了市场对于金融风险的担忧，甚至有人认为当前情形与 1998 年亚洲金融危机前的情形相似。最后，地缘政治方面，美国对伊朗的制裁，在叙利亚问题上的美俄对抗，为地缘政治埋下了不稳定因素。

上述三个方面的因素，本是有利于刺激黄金白银避险需求的。但今年市场的表现是，资金在避险对象的选择上更倾向于美元，而非贵金属。同时，新兴市场国家风险还引起“抛金换汇稳本币”的担忧。因此，到目前贵金属价格所受到支持非常有限。当然在四季度，这些因素仍有可能成为贵金属多头的借口，但难以成为趋势性行情的主导题材。

（四）基金持仓兴趣显示对后市偏悲观

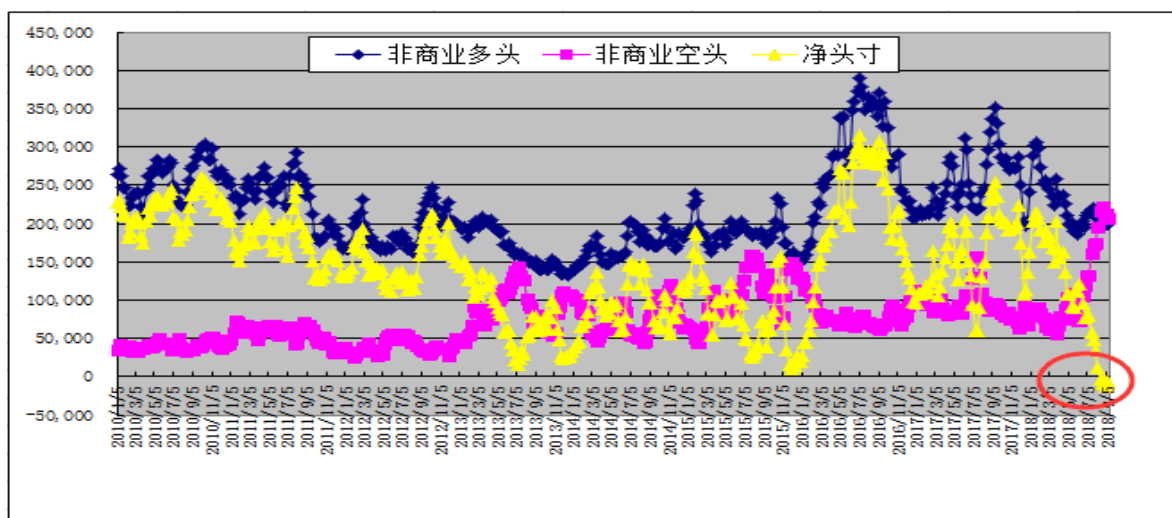
图 3：S R DR 黄金 E T F 持仓



(数据来源：倍特期货)

黄金方面，一是，美国 SPDR Gold Trust 基金公司的黄金 ETF 持仓，在三季度继续下降，已经接近 2016 年初的水平上，2016 年后约 300 吨的持仓增量被回吐得所剩无几（见图 3）。可见黄金 ETF 上资金流出量之大。二是，CFTC 公布的 COMEX 黄金非商业净持仓，已经在 8 月下旬转为净空持仓。截止当前，已维持在净空状态达数周之久。CFTC 黄金非商业净头寸为净空，是数年来未曾出现过的（见图 4）。可见，当前市场看空氛围之重！

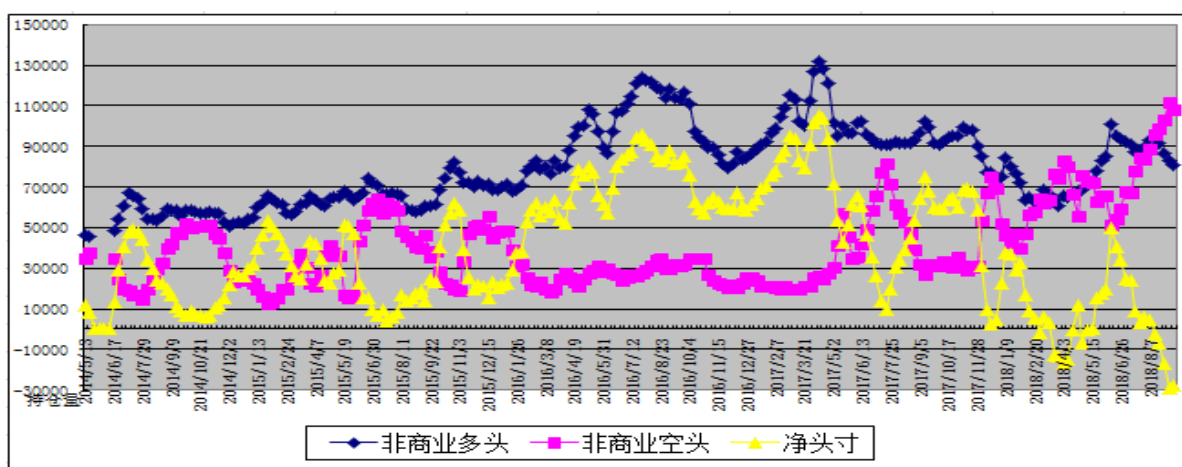
图 4：COMEX 黄金非商业持仓



（数据来源：倍特期货）

白银方面，CFTC 公布的 COMEX 白银非商业净持仓，同样在 8 月下旬转为净空持仓，且已有四周时间（见图 5）。

图 5：COMEX 白银非商业持仓



（数据来源：倍特期货）

（五）其他影响因素——汇率与季节性。

今年二、三季度，因人民币与美元汇率一弱一强的跷跷板效应，削弱了内外盘价格的联动性。尤其是国际黄金与国内黄金价格在涨跌节奏和下行幅度上有明显的差异。所以，汇率变化对贵金属的影响不得不提。

从目前美元与人民币汇率表现来看（见图6），美元指数在对加息有充分预期的情况下，短线出现下调迹象，这对贵金属有一定支撑。对于美元潜在的下行空间，需要关注四季度市场对美联储进一步加息预期的强弱，以及对美元风险偏好的变化。从目前美元指数的技术形态看，阶段下调空间可以先看在 92.5 左右。但另一方面，目前人民币在贬值到 6.9-7 一带时，出现停止贬值势头。如果四季度美元出现阶段性下调走势，人民币必然有升值预期，美元与人民币的跷跷板效应仍将存在，只不过是换一个强弱方向。因此，四季度，内外盘的联动性预计仍会因汇率问题而降低。内盘（尤其是黄金）的波幅预计小于外盘，短线节奏相对于外盘会更复杂。

图 6：人民币与美元汇率走势（周线）



（数据来源：文华财经）

季节性方面，每年 9 月到次年 2 月份，正好是各个国家节日频繁之时，也是黄金传统消费旺季。其中，印度作为世界黄金消费大国，四季度是婚嫁高峰，黄金消费也相对偏旺。因此，四季度，黄金消费的季节性也是潜在的偏多题材之一，在一定程度上会增加黄金期价反弹或反复，但影响力度取决于实际消费情况和整个市场环境。

二、技术面分析

（一）黄金方面，国际黄金大形态破位，国内黄金下行通道仍然有效。

从 COMEX 黄金及沪金指数的周线图来看（见图 7），COMEX 黄金期价经过约二个季度的下跌后，目前低位企稳，跌势暂缓，并潜在反弹预期。但从大形态上看，2016 年后形成的上升趋势线在第三季度被有效下破，周均线仍呈空头排列，趋势指标 MACD 在零线下，下行趋势还未扭转，大形态并未转多。后市即使出现出现小波段回涨，暂且也只能按大形态下破后的阶段反弹与回抽对待；从国内沪金指数周线看，期价在第三季度进一步下跌并一度跌穿下行通道下轨，只是对下行通道下轨破而未立，随后出现反弹走势。但技术上大的下行通道仍然有效，周均线空头排列也未得到有效扭转，短线反弹只能暂看作下行通道中的正常反复。具体技术位参考：COMEX 金上方重压力 1240，其次 1270，下方支撑参考 1130；沪金指数上方压力参考 270、273、275，下方支撑 262、255。

图 7：COMEX 金和沪金指数周线图



（数据来源：文华财经）

（二）白银方面，国际白银逼近前低，国内白银再现破位。

从 COMEX 白银及沪银指数的周线图来看（见图 8），其技术弱势相对黄金更为明显。COMEX 白银下破了一年半的下降三角形区间，直逼 2015 年底低点。目前不仅周均线及 MACD 空头发散，开口不见收敛。甚至月均线及 MACD 也同样下行开口，技术上的空头态势更为沉重。后市即使反弹，但继续考验 2015 年低点支撑是大概率事件，且 2015 年低点得失还将决定进一步下行空间；

沪银在三季度不仅延续下跌走势，且进一步下破了下行通道下轨。技术上，如果确认破位有效，则有进一步加速赶底之嫌。因此，下行通道下轨的得失在四季将显得十分关键：收不回则将加速赶底，收回则重回下行通道内以弱势震荡或缓跌为主。**COMEX 白银**技术支撑参考 13.6，压力参考 14.5，15.6；**沪银指数**技术支撑参考 3330、3150，压力参考 3500、3620。

图 8：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：黄金白银在持续下跌近两个季度后，技术上累积了一定的反弹意愿，四季度的基本面也潜在美元下调、地区局势、季节性等短期偏多扰动因素。因此，金银在四季度存有客观上的反弹预期。但中期来看，美联储加息周期不改、通胀低迷、避险保值需求有限、基金持仓兴趣低迷，这些因素决定金银自二季度以来形成的下跌趋势不会轻易改变。

观点及策略：

黄金：下行通道有效，短线节奏多反复。中期偏空思路下，四季度不激进追空，趋势性交易者等反弹后高抛为主；激进者可短线尝试潜在的反弹机会，但快进快出小波段为宜。

白银：下行趋势保持健康，四季度有短线反弹预期，但二次探底概率较高。设好盈损保护的情况下空头交易为主。老空需以重要技术位为参考防范潜在反弹可能，必要时低平高空多滚动。

❖ 免责声明

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