

▶年报·金银

波幅将放大，不宜太乐观

倍特期货·研究发展中心

2017年12月21日

2017年，黄金、白银期价波幅相对收窄，黄金与白银、内盘与外盘走势分化较大。2018年金银基本面多空因素相互交织，扰动因素增多，中长期主导性题材仍不明显，金银期价波幅有望放大，阶段性机将好于2017年，但对于大级别趋势性机会和向上的预期都不宜太乐观！

相关报告：

《2017年年报：不过喜不过悲，宽幅波动藏机会》

分析师：张中云

投资咨询证号：Z0001456

联系电话：0816-2238660

QQ：381251769

要点：

- ◆ 全球宏观经济向好，预期通胀温和，宏观经济方面不会刺激起太大的避险和保值需求。
- ◆ 全球货币政策逐步收紧是大势所趋，存在节奏、地区差异，主方向偏空，而预期与实际差异或有阶段利多。
- ◆ 美元并不悲观；道指潜在调整预期但牛市不言顶。
- ◆ 黄金实物供给平稳，需求有望止住下滑；白银需求预期乐观。
- ◆ 地缘政治不确定性较大，潜在阶段利多效应。
- ◆ 黄金白银比价仍然偏高。

观点和操作策略：**展望2018年，黄金白银仍难走出大级别的趋势性行情，特别是对于上行预期不宜太乐观。但期价波幅有望放大，阶段性机将好于2017年。操作思路根据年内基本面因素的变化倾向，结合中期技术位，波段操作为宜！另外可关注金银高比价下潜在的套利机会。**

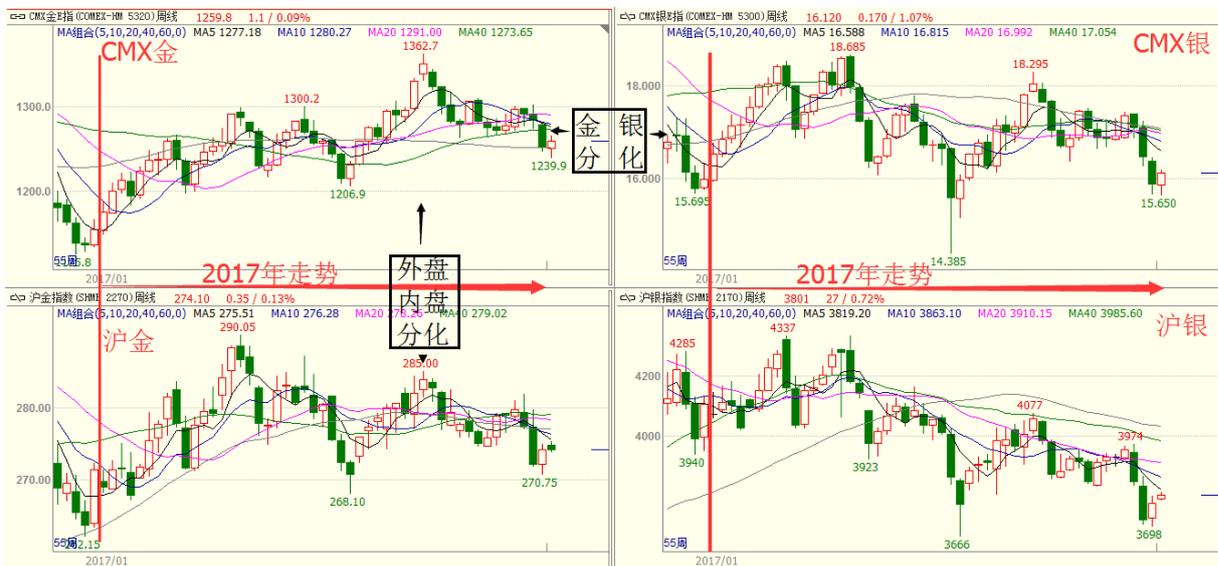
风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、2017 年行情回顾

2017 年金银关键词：波幅收窄，走势分化、加息、无黑天鹅、人民币升值

2017 年，美国延续加息周期、贵金属需求回落，地缘政治局势不消停，但并无黑天鹅事件出现，黄金、白银期价波幅相对 2016 年明显收窄，且黄金与白银、内盘与外盘走势明显分化（见图 1）。

图 1：2017 年黄金、白银内外盘走势周线图



（数据来源：文华财经）

黄金方面，2017 年期价冲高回落，仅略有上涨。COMEX 金一季度因特朗普政治不确定性及地缘局势影响，期价震荡上涨；二季度处在美联储第一次加息落地和第二加息预期之下，欧元区大选、美通俄门等政治事件左右市场情绪，期价陷入区间震荡；三季度美联储第二次加息兑现后，美元进一步贬值、地缘政治时有刺激，金价创出年内新高后回落；四季度在新一轮加息预期下，美元反弹，金价震荡回落。沪金方面，一季度跟随外盘上涨，4 月份见到年内最高，随后转入震荡调整。9 月份在外盘创出新高的情况下，沪金却因人民币升值涨幅被压缩，未能再出新高，之后又跟随外盘的回落而回落。全年来看，COMEX 最低 1148.6 美元/盎司，最高 1362.7 美元/盎司，波幅 18.64%；沪金指数最低 267.2 元/克，最高 290.5 元/克，波幅 8.72%。

白银方面，全年表现明显逊色于黄金。COMEX 银表现为偏弱的区间震荡，价格相对上年末基本持平，全年最低 14.385 美元/盎司，最高 18.685 美元/盎司，波幅 29.89%；沪银更弱，全年呈震荡下行走势，相对上年略有下跌。沪银指数全年最低 3666 元/千克，最高 4337 元/千克，波幅 18.30%。

二、2018 年主要影响因素分析

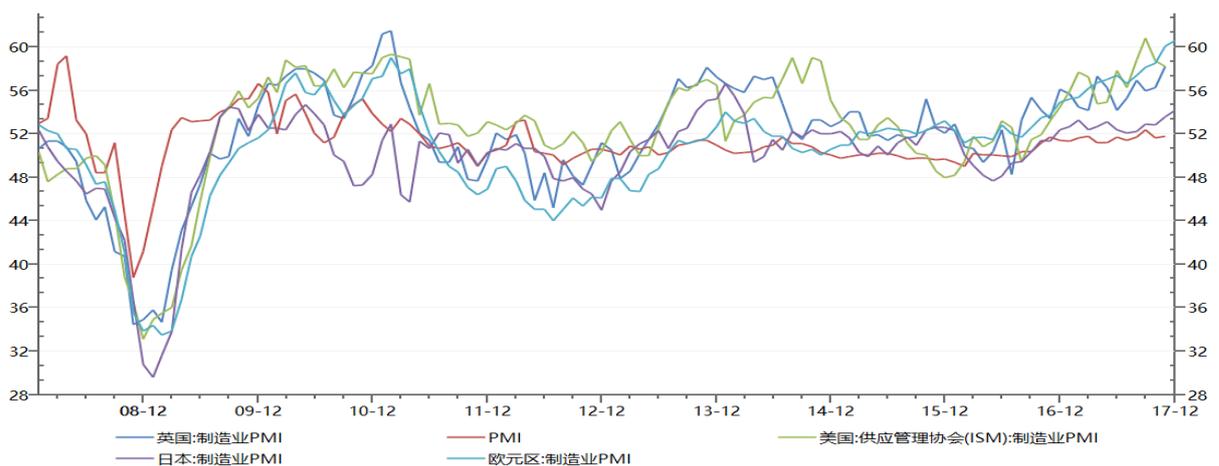
(一) 宏观经济环境方面

1、2018 年全球经济增速向好，经济增长方面预期不会带来太大的避险刺激。

根据国际货币基金组织(IMF)及高盛等国际机构的预测报告，它们对 2018 年全球经济增长均表现出谨慎乐观倾向。国际货币基金组织(IMF)在 2017 年 10 月 10 日发布《世界经济展望》中指出，全球经济活动的回升力度在继续加强，在中国、欧洲、日本和美国以及亚洲新兴市场经济体的周期性回升加快的情况下，全球经济增长预计将上升至 2017 年的 3.6%和 2018 年的 3.7%。不过国际货币基金组织还是不忘警告各国决策者，勿因此沾沾自喜。高盛分析师锡查尔斯·希摩尔伯格(Charles Himmelberg)和他的团队认为，2017 年是经济增长令人惊喜的第一年，2018 年将出现更多类似的情况，预计 2018 年全球经济将增长 4%；中国社科院在《世界经济黄皮书：2018 年世界经济形势分析与预测》指出，按购买力平价计算，预计明年世界 GDP 增长率约为 3.5%，国际贸易有望触底反弹。

从全球主要经济体的经济景气指标——制造业采购经理人指数(PMI)来看(见图 2)，目前全球主要经济体制造业 PMI 均维持在 50 荣枯线之上，并且保持着上行的势头，这也预示着 2018 年全球经济稳中向好。

图 2：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

(数据来源: WIND 资讯)

在 2018 年全球经济谨慎乐观的预期下，宏观经济层面难以为黄金等贵金属的避险需求提供太大的刺激，而避险需求一直是金银上行的主要推动因素之一。

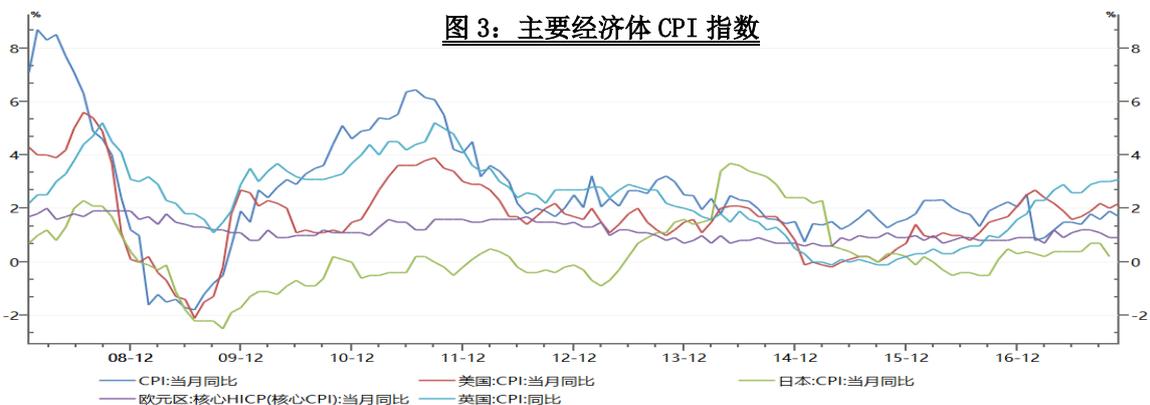
2、全球货币政策的大方向是越来越接近全面收紧的政策拐点，只存在节奏和地区差异。

在全球经济谨慎乐观的前提下，宽松货币政策越来越接近全面拐点。美国方面，本轮加息周期已走过了两个年头。2017年12月联储会议将联邦基金利率从1%-1.25%调升至1.25%-1.5%，虽然会上对加息持有异议的官员数量增加至两位，但美联储仍预估2018年将加息三次。2018年将是新任美联储主席鲍威尔当政元年，这为美联储的加息路径带来了一定的不确定性，但通过对鲍威尔之前的言行分析，其很可能会选择延续既定的货币政策，包括基准利率目标设定和美联储“缩表”进程。因此，2018年美联储加息周期出现逆转的概率并不高，只是存在加息节奏和预期之间的差异。

从其他主要经济体的货币政策取向来看：英国央行在2017年11月启动了逾十年来的首次加息，加入了货币收紧的队伍中。并称如经济发展符合预期，那么未来几年可进行进一步的温和加息，未来任何加息预计都将维持渐进、有限的幅度。欧洲央行在12月的会议上表示，政策利率仍将维持低位，直至QE计划结束“很久之后”。自2018年1月起将月度QE规模从600亿欧元降至300亿欧元，持续九个月，如有必要将持续更长时间。欧央行这种表态虽然偏鸽派，但降低购债规模却是实实在在的政策收缩动作。日本央行的表态是当前主要经济体中是最顽固地坚守当前宽松政策的一个，但在2017年12月的央行会议上维持经济温和增长的评估，其宽松的边际效应或影响力在降低。

3、全球通胀水平维持温和回升态势，对保值需求刺激有限

从全球物价水平来看，2017年全球主要经济体的通胀水平相对2016年有一定的上升，但上升幅度较小。目前仅英国CPI相对最高，通胀率总体水平还是维持在相对偏低位置（见图3）。2018年，一方面，全球经济增速预期向好，大部分经济体主观上也希望看到通胀率能回到适度的水平。另一方面，美国已连续加息，英国也在2017年开启了十年来的首次加息。因此，预计2018年全球通胀率有进一步回升要求，但预计回升幅度会相对温和。贵金属的保值需求只有在物价水平快速增长的情况下才会被有效刺激，而温和的通胀对保值需求的刺激作用将会有限。



（数据来源：WIND 资讯）

4、美元下调空间预期有限，人民币汇率对内外盘的联动性影响仍需要关注。

美元指数与贵金属价格一般呈现显著的负相关关系。美元指数从 2015 年转入震荡调整，2017 年的回落确实加重了月线图的下调态势（见图 4），市场对于 2018 年美元指数进一步下调的担忧无可厚非。但一方面，美国经济保持着复苏势头，税改取得进展，货币政策的收紧相对其他经济体走在了前面，美元仍有一定的比较优势。另一方面，美元指数技术上的 60 月线尚未有效失守，下方 90-84 这一区间又存在着较强的支撑。形态上，2015 年开启的震荡调整与 1997-1999 年的调整形态类似，有上涨中的调整性质。由此分析，美元在 2018 预期下行空间有限，对贵金属期价的利多作用也将有限。

图 4：美元指数月线图



（数据来源：文华财经）

人民币汇率方面，2017 年人民币升值造就了金银内盘走势的分化，沪金沪银波幅明显被压缩，且明显弱于外盘。经过了 2017 年人民币的持续升值后，综合国内外经济环境，预期 2018 年人民币汇率将在 6.4-6.9 之间波动，对内外盘金银走势的影响仍然存在，但影响力将弱于 2017 年。

5、道指牛市未见终结信号，潜在避险刺激仅停留在心理预期层面

金融危机之后，美国道指已连涨九年、目前处在历史高位（见图 5），累计涨幅巨大。道指止跌回跌，是市场认为 2018 可能对金银带来避险刺激的另一个因素。在美国税改、谋求资本回流以及特朗普的基建预期之下，道指在 2018 年出现阶段性回落或修正的可能存在，但却还不能说道指会真正

由涨转跌，至少目前看不到道指牛市终结的信号。因此，2018 年道指潜在的调整要求，或对金银带来阶段性避险刺激，但这种可能的刺激仅仅停留在心理预期层面，实则不确定，不能作为一个有效的利多题材。

图 5：美国道琼工业指数月线

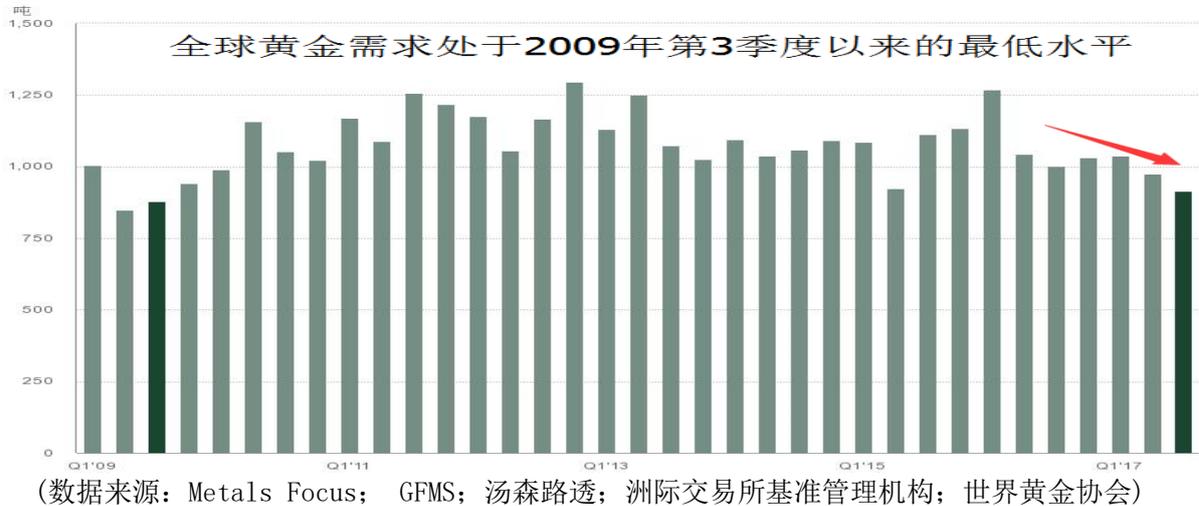


(二) 黄金白银实物供求方面

1、黄金的供求分析

根据世界黄金协会数据，全球第三季度黄金需求为 915 吨，同比下降 9%，是 2009 年第三季度以来的最低水平（见图 6），年初至今的需求同比下滑 12%，下降的主要原因还是黄金 ETFs 及类似产品需求的下降。

图 6：黄金季度需求变化



2017年第三季度黄金供应总量下降2%，主要是回收金的表现较为疲软，欧洲和中东地区是同比下跌的最大驱动因素。可见，今年前三季度需求的降幅远大于供给的降幅（见表1）。

表 1：全球黄金供需平衡表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016年第1季度	2016年第2季度	2016年第3季度	2016年第4季度	2017年第1季度	2017年第2季度	2017年第3季度
供应里														
金矿产量	2,744.1	2,845.6	2,911.5	3,072.9	3,147.3	3,222.6	3,264.0	768.2	794.1	851.8	849.9	763.3	815.7	841.0
生产商净对冲额	-108.8	22.5	-45.3	-28.0	104.9	13.4	34.3	51.7	24.0	-18.3	-23.0	-17.5	-8.3	-10.0
再生金量	1,683.2	1,667.7	1,691.5	1,262.6	1,188.8	1,119.7	1,294.7	360.1	342.6	335.0	257.0	283.6	200.0	315.4
总供应里	4,318.5	4,535.9	4,557.6	4,307.6	4,441.0	4,355.7	4,592.9	1,180.0	1,160.7	1,168.4	1,083.8	1,029.4	1,088.2	1,146.4
需求里														
加工品														
金饰 ¹	2,043.0	2,090.3	2,131.2	2,722.0	2,518.1	2,447.9	1,988.8	473.5	446.6	509.3	559.3	501.8	498.4	513.2
科技	460.5	428.6	381.3	355.9	348.7	332.0	323.5	76.4	80.1	82.6	84.5	78.8	81.4	84.2
加工里小计	2,503.5	2,518.9	2,512.5	3,077.9	2,866.7	2,779.9	2,312.3	549.9	526.7	591.9	643.8	580.5	579.8	597.4
金条和金币总需求里	1,203.6	1,497.9	1,303.5	1,715.7	1,045.2	1,066.7	1,042.6	265.1	212.9	190.2	374.3	290.1	242.9	222.3
黄金ETFs及类似产品 ²	429.6	232.0	306.1	-912.0	-184.3	-125.1	544.9	349.2	224.7	144.3	-173.3	96.2	64.7	18.9
各国央行和其他机构 ³	79.2	480.8	569.3	623.8	583.9	576.5	389.8	104.1	78.4	88.8	118.5	82.2	96.4	111.0
黄金需求（制造基础）	4,215.8	4,729.6	4,691.4	4,505.5	4,311.5	4,298.1	4,289.5	1,268.3	1,042.8	1,015.2	963.3	1,049.0	983.8	949.6
顺差/逆差	102.7	-193.7	-133.8	-197.9	129.5	57.7	303.4	-88.3	117.9	153.3	120.5	-19.6	104.4	196.8

（数据来源：Metals Focus；GFMS；汤森路透；洲际交易所基准管理机构；世界黄金协会）

对于2018年，根据世界黄金协会的统计数据，虽然2017年再生金供应出现萎缩，但已回到近年的低位水平，同时，矿产金供应呈现稳中有增势头，这抵消了再生金下滑的影响，预期2018年全球黄金供应方面将相对稳定。

需求方面，世界黄金协会对2018年的预期相对乐观，报告认为中国经济避免了硬着陆；印度从2016年的废钞冲击和2017年的商品服务税调整中恢复过来，全球两大黄金市场收入稳健增长的前景将为黄金实物需求提供支持。此外，作为全球第三大金条金币市场的德国，经济将保持动力，失业率料将继续下降；作为全球第三大珠宝市场的美国，也可能从经济持续增长和消费者信心上升中获益。因此，2018年黄金需求的持续近两年的下滑势头有望发生改变。

2、白银的供求分析

根据世界白银协会2017年中期的市场评估报告的预期，全球白银市场将在2017年出现少量的供应过剩。此前，白银市场已经连续四年出现供应缺口（见表2）。该报告称，今年全球银矿产量有望达到8.67亿盎司，与去年同期相比下降了2%，主要是智利和澳大利亚产量急剧下降。但废银供

应量略有增加，净解除套期保值下降预计将抵消银矿产量的下降。2017 年白银供应总量预计大致持平为 10 亿盎司，仅比 2015 年的纪录低 3%。需求方面，零售投资大幅下降，银器需求的上升以及珠宝和工业制造业的温和复苏，有助于抵消部分下降，预计 2017 年实际总需求将下降 5%，至 9.761 亿盎司。

表 2：近年来全球白银供需平衡表

WORLD SILVER SUPPLY AND DEMAND										
(million ounces)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Supply										
Mine Production	667.7	684.7	717.3	753.0	758.3	791.7	823.7	868.6	890.8	885.8
Net Government Sales	42.5	30.5	15.6	44.2	12.0	7.4	7.9	-	-	-
Scrap	203.7	200.4	200.1	226.4	260.1	253.8	191.0	165.3	141.1	139.7
Net Hedging Supply	-24.1	-8.7	-17.4	50.4	12.2	-47.1	-34.8	16.8	7.8	-18.4
Total Supply	889.8	907.0	915.6	1,074.1	1,042.7	1,005.8	987.8	1,050.7	1,039.7	1,007.1
Demand										
Jewelry	182.3	177.6	176.9	190.0	191.5	187.4	221.8	227.9	228.3	207.0
Coins & Bars	61.6	196.6	92.9	147.7	208.4	159.2	240.6	234.0	290.7	206.8
Silverware	60.2	58.4	53.2	51.6	47.2	43.7	58.8	60.7	62.9	52.1
Industrial Fabrication	646.0	641.8	528.2	633.8	661.4	600.0	604.5	595.7	569.6	561.9
...of which Electrical & Electronics	262.5	271.7	227.4	301.2	290.8	266.7	266.0	263.4	245.9	233.6
...of which Brazing Alloys & Solders	58.6	61.8	53.8	61.2	63.2	61.1	63.7	66.7	61.5	55.4
...of which Photography	117.0	98.2	76.4	67.5	61.2	54.2	50.5	48.5	46.6	45.2
...of which Photovoltaic*	-	-	-	-	75.8	58.2	55.9	51.8	57.2	76.6
...of which Ethylene Oxide	7.9	7.4	4.8	8.7	6.2	4.7	7.7	5.0	10.2	10.2
...of which Other Industrial*	200.0	202.7	165.8	195.2	164.1	155.0	160.8	160.5	148.4	141.0
Physical Demand	950.2	1,074.5	851.1	1,023.1	1,108.5	990.2	1,125.8	1,118.3	1,151.5	1,027.8
Physical Surplus/Deficit	-60.3	-167.5	64.5	50.9	-65.8	15.6	-137.9	-67.6	-111.8	-20.7
ETP Inventory Build	54.8	101.3	156.9	129.5	-24.0	55.3	2.5	1.5	-17.7	47.0
Exchange Inventory Build	21.5	-7.1	-15.3	-7.4	12.2	62.2	8.8	-5.3	12.6	79.8
Net Balance	-136.6	-261.7	-77.2	-71.1	-54.0	-101.9	-149.2	-63.8	-106.7	-147.5
Silver Price, \$ per oz.	13.38	14.99	14.67	20.19	35.12	31.15	23.79	19.08	15.68	17.14

(数据来源：世界白银协会)

对于 2018 年，目前各主要机构对全球白银需求预期相对看好。世界白银协会报告称，预计 2018 年将是光伏银需求大增的一年，2018 年银光伏用量预计将比 2015 年增加大约 75%。独立大宗商品研究机构 CPM 预计，白银投资需求料将从今年的 1.08 亿盎司小幅增长至 1.28 亿盎司，而对白银的制造业需求料将减少，因过去几年的采购可能导致仍有充裕库存，但受益于太阳能面板，长期需求向好。此外，据彭博研究报告称，2018 年因中国中产阶级推高珠宝需求，白银全球需求预计将以高于供给的速度增长。

（三）其他影响因素分析

1、地缘局势方面潜在的不确定性，对金银期价潜在阶段性支撑。

2018 年在地缘政治方面的不确定性主要体现在以下几个方面：

欧洲方面，自 2016 年英国公投脱欧以来，欧洲政治的不稳定性就开始增大，2018 年政治风险仍然存在。目前，欧盟领导人同意英国进入脱欧第二阶段谈判，多位官员表示该阶段谈判将十分艰难。但如果英国能获得“脱欧红利”，就会带动其他国家心生脱欧之意或者使得很多在观望的国家坚定脱欧的决心。意大利在 2018 年将会迎来国内大选，如果五星运动党上台，那么意大利也可能会宣布脱欧，或者意大利国债对外国投资者的违约。此外，德国默克尔政府在联合组阁问题上遭遇了重大挫折，未来联合政府政策走向的不确定性加剧。

朝鲜半岛方面，2017 年朝鲜时不时的出来生事挑衅，半岛局势及美朝关系反反复复。在朝鲜已声称其试验的弹道导弹可以覆盖美国全境的情况下，是否会让美国政府的危机感加剧，并在 2018 采取强硬政策进行应对，存在很大的不确定性。

中东局势方面，沙特国内政局更迭，既有政治势力与格局正在被洗牌；库尔德人的独立公投运动可能显著影响伊拉克、伊朗、土耳其与叙利亚的国内政治局势。

此外，俄罗斯与美国在叙利亚的博弈仍在演化；美国的“通俄门”事件还没完结。美国又在《国家安全战略报告》中将中、俄视为战略竞争对手，称中俄挑战了美国的实力、影响力和利益。这些因素对地区形势带来不稳定因素，有望成为金银的潜在利多题材。

2、金银比价分析

从金银比价变化来看（见图 7），在经过了 2016 年的小幅收缩后，2017 年黄金白银比价再度扩大，目前又接近历史高位区，这为 2018 年金银之间的套利留下了潜在可能。

图 7：COMEX 黄金白银比价变化



（数据来源：彭博财经）

(四) 金银技术分析

1、黄金技术形态没有形成明显的趋势，依然是宽幅区间

从 COMEX 金和沪金指数的月线图看（见图 8），2016 年期价止住 5 年跌势后，2017 表现为横向区间震荡，未能打破 2016 年创下的反弹高，期价波幅明显收窄。区间高点分别止步于 2011 年下跌以来的 0.382 和 0.5 的黄金回撤位附近；月均线混乱无序，未形成趋势性指向。趋势性指标 MACD 虽然处于 0 线偏上，但表现为横盘或下倾。形态上，COMEX 金有头肩底雏形，但在未有效突破颈线位（0.382 回撤位，也即 1380 附近）之前并不能确认，从浪形态上讲不排除是伪头肩底的可能。沪金指数形态相对简单，但上有压力下有支撑，也未走出方向。

图 8：COMEX 金和沪银指数月线图



（数据来源：文华财经）

2、白银形态上属于低位震荡

从 COMEX 白银和沪银指数月线图来看（见图 9），经过 2016 年的反弹后，COMEX 白银呈偏弱的区间震荡为主，期价在震荡中重心下移，沪银则表现震荡下行通道。月均线整体依然呈现下行态势，趋势性指标 MACD 维持在 0 线之下或即将再次下穿 0 线，技术弱势还未有效改变。从形态上看，属于低位震荡，COMEX 白银技术上有望做一个与 2007-2009 年对应的震荡区间，不排除先作二次下探，再回升修正的可能，更大的趋势性机会还需要时间的沉淀。

图 9：COMEX 银和沪银指数月线图



(数据来源：文华财经)

三、2018 年金银走势展望及结论

2018 年金银关键词：经济谨慎乐观、货币收紧、地缘多变、刺激有限、波幅放大、不乐观

综上所述，2018 年全球经济谨慎乐观，通胀温和，这难以有效刺激起太大的避险和保值需求，全球货币政策倾向逐步收紧带来主要压力，但节奏地区差异、实际与预期差异容易转换为阶段性多头题材。此外，美元的下调可能及道指上的恐高仅停留在心理预期层面，黄金白银实物需求有亮点，地缘政治不确定性构成支撑。总体来看，基本上多空因素相互交织，部分因素还有角色互换的可能，但中长期主导性题材不明朗，技术形态也未给出明显的大级别趋势性指向。因此，展望 2018 年，黄金、白银期价仍难走出大级别的趋势性行情，特别是对于上行预期不宜太乐观。但期价波幅有望放大，阶段性机将好于 2017 年。操作思路根据年基本面因素的变化倾向，结合中期技术位，波段操作为宜！另外可关注金银高比价下潜在的套利机会。

2018 年，COMEX 金主要技术位参考：压力 1380、1500；支撑 1130、1000。沪金主要技术位参考：压力 300、310，支撑 250、235。

COMEX 银主要技术位参考：压力 18.7、21.4；支撑 13.6；沪银主要技术位参考：压力 4300、4600、5000，支撑 3560、3160。

❏ 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。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，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