



金 银 8 月 报

公司电话：
0755-83472566

地址：
深圳市车公庙深南大道
6013号中国有色大厦18
楼

网址：www.szjqh.com

主要结论：

把以黄金为代表的贵金属视为含有对冲主权风险的债券，我们认为实际利率水平的变动依然是这一阶段影响黄金价格的核心因素。从央行的行动来看，6月再次的转向和7月在通胀没有跟上的情况下选择等待，央行预期管理的节奏变化带来实际利率的起落。展望8月，我们认为在通胀可能依然较为温和的情况下，央行的预期导入将影响市场走向。在全球央行继续导入货币宽松退出的背景下，风险资产面临调整的风险越来越大——利率反弹传导至风险资产估值修正，关注美股关键位位的跌破带来的市场对冲需求增加对于贵金属价格的阶段性支撑。

我们依然维持贵金属继续调整的判断，半年报中期展望不变——国际金价下方第一支撑点 1120 美元/盎司，第二支撑点 1050 美元/盎司；国际银价第一支撑点 14 美元/盎司，第二支撑点 13 美元/盎司。再通胀 2.0 的前夜，需要关注油价向下波动对于通胀预期的打压。策略上，建议持有黄金空单，在美联储等待状态下辅以白银多单对冲，并随着美联储预期的转变解除对冲。

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

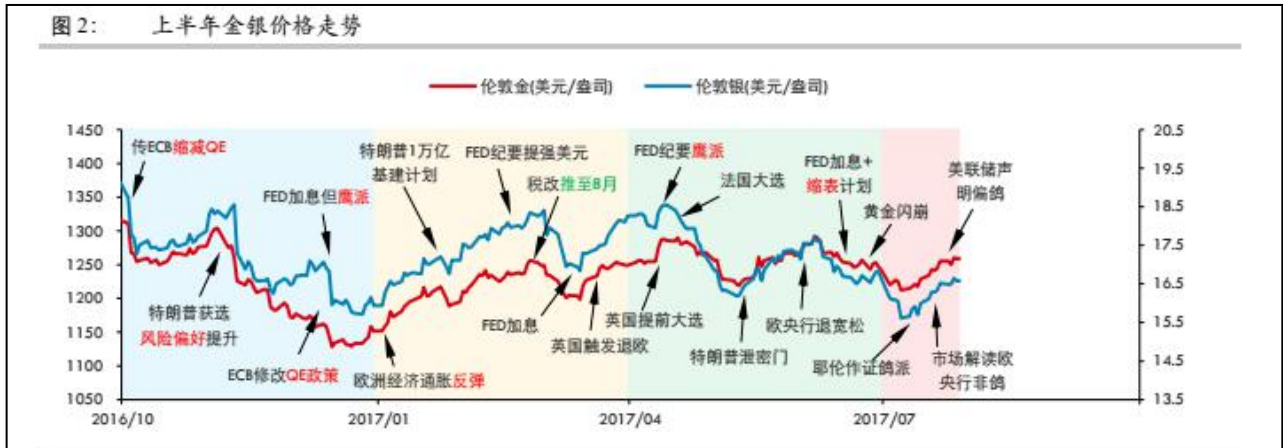
免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.szjqh.com



贵金属 7 月走势回顾与展望

6 月份在全球央行再次集体转向货币收缩的带动下，7 月初的贵金属市场延续下行走势，且在 6 月 26 日黄金出现闪崩之后，7 月 7 日白银市场再次出现闪崩现象（尽管 CME 后修正了价格），体现出市场下方买盘的虚弱。在央行强力的退出宽松预期影响下，对利率敏感型资产带来的影响逐渐加强，从央行的角度来说，市场稳定是第一位的，两次利空的释放之后，7 月中下旬贵金属市场开始企稳反弹——其背景就是美联储在预期管理上通过较为鸽派的信号释放平抑市场的波动，叠加特朗普风险在 7 月的再次释放，阶段性削弱了美债利率快速反弹的势头。



数据来源：金汇期货

展望 8 月份，我们认为在市场情绪依然较为脆弱（纳指调整压力加大）的情况下，货币当局的政策基调将维持较为宽松的态势。但是另一方面，在美国经济数据的季节性转强料支撑长端利率水平的调整有限，随着 9 月份的逐渐临近——美联储大概率开启缩表进程和欧央行的开始实施削减 QE 操作，市场的利率水平存在继续走强的预期，假设通胀预期延续较为疲弱的状态，则将带动贵金属结束 7 月的反弹，重新回到下行调整过程。从基金的持仓来看，虽然 7 月下旬贵金属价格持续反弹，但是实物 ETF 的持仓却持续流出，显示出资金的用脚投票，侧面印证了市场在央行转向背景下的脆弱性。

中期来看，我们认为市场的交易重心将逐渐从交易“通缩”转向交易“通胀”，即在目前阶段对央行收紧货币政策进行市场反应过后，通胀端的变化将对实际利率起到更大的作用，未来伴随着通胀的企稳回升，贵金属的交易方向将发生转变。

第一阶段：再通胀 2.0 前夜。下半年贵金属维持偏空操作思路对待。一方面，预计市场对于特朗普的政治风险将逐渐扭转，伴随着美欧经济预期差的修复，美元存在较大上行预期；另一方面，随着央行收缩货币政策步伐加快，市场利率抬升步伐的加速提升了实际利率水平的上行路径。预计国际金价下方第一支撑点 1120 美元/盎司，第二支撑点 1050 美元/盎司；国际银价第一支撑点 14 美元/盎司，第二支撑点 13 美元/盎司。

第二阶段：再通胀 2.0 交易。正如我们在《再通胀 2.0》中指出的，未来虽然在央行行动中实际利率大幅反弹，但是依然存在较大通胀预期修复的风险。随着市场逻辑从通缩转向通胀，实际利率将从上涨逐步转向回落，从而将逐步修复贵金属市场的抛压——贵金属配置预计将迎来第一建仓期。此外，随着欧央行以及其他非美央行货币政策的逐步退出宽松，美元在未来将逐渐完成顶部的构筑，预计贵金属彼时存在第二配置建仓期。

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

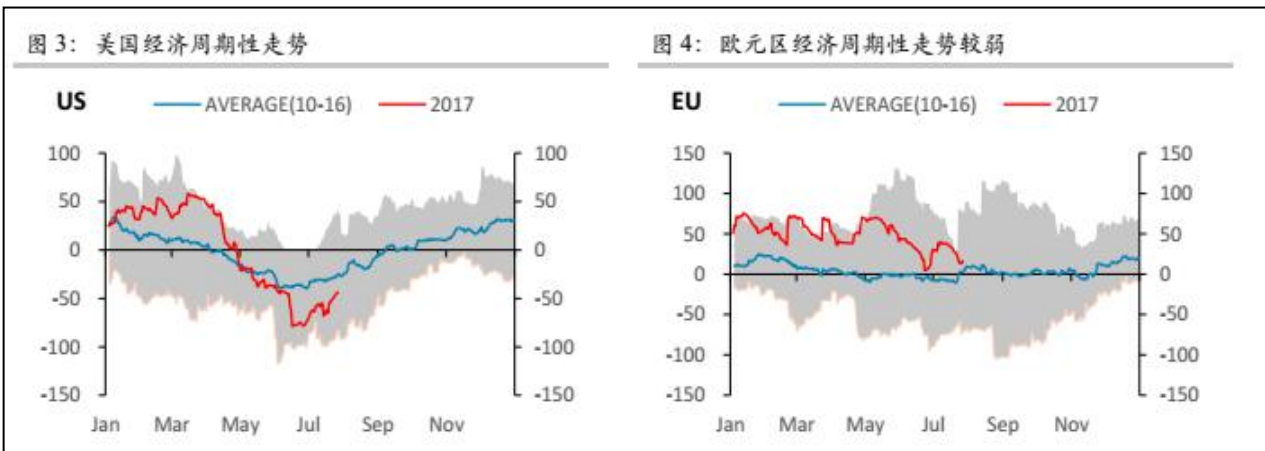
免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.sz.jhqh.com



利率市场：易上难下

利率水平根本上反映了经济主体对于经济增长率的判断，虽然可能在较长时间内由于套利资金和配置资金的介入而拉低了利率水平，但是总体趋势性仍存在一致性。那么目前影响市场对于美国经济前景的因素如何变化呢？我们认为从市场经济自身的规律来看，下半年美国经济将继续延续季节性好转的方向，从而支撑长端利率水平延续向上。事实上，7月末的一系列经济数据正在印证美国经济的周期性规律——7月咨商会消费者信心指数继续环比回升至121.1，而耐用品订单的消费需求在6月份继续显著好于市场预期，环比初值上升6.5%，增幅创2014年7月以来最大；扣除运输耐用品订单环比初值上升0.2%，增幅创1月以来最大，但是扣除飞机非国防耐用品订单环比初值下降0.1%，体现出经济回升当中依然存在一定不确定性。



数据来源：wind 金汇期货

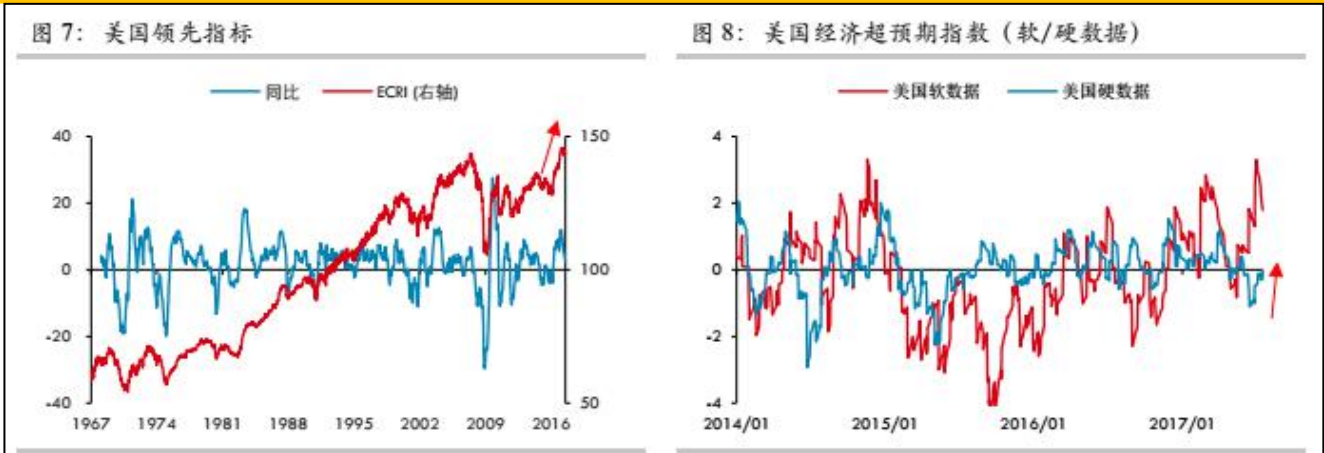


数据来源：wind 金汇期货

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

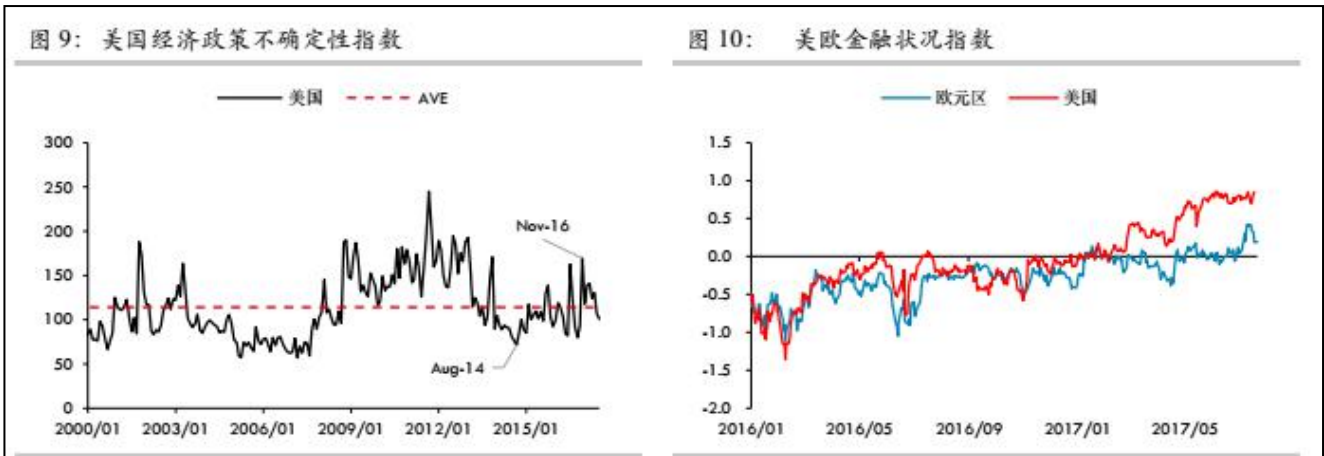
免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.szjqh.com



数据来源：wind 金汇期货

而特朗普财政端即使没有更多刺激出台，我们认为这种经济回升的格局也将维持。主要的影响因素在于财政的落空叠加市场对于特朗普政治模式的不信任，将会带动市场情绪上的干扰——最近的一个例子就是在今年上半年美国经济季节性回落过程中，去年 11 月启动的“特朗普交易”预期的回归阶段性增强了利率回落的压力。



数据来源：wind 金汇期货

从交易资金的影响上，随着美联储可能于 9 月开启的缩表进程，根据国际金融协会的研究结果显示，美联储缩减其 4.5 万亿(兆)美元资产负债表的计划，可能会在明年对新兴市场带来相当于三次升息的紧缩效果。而对于前期的日元套利资金而言，美元实际回报率的下落料带来两方面的影响——其一将推动其进一步解除套利头寸，卖出美元购回日元，增加了日元升值压力；其二将带动黄金价格在这一过程中存在支撑。

综上，我们在美联储缩表开启前后需要同时关注美债利率的上升和日元的升贬值情况，以判断是经济力量推动的利率反弹还是套利交易解除带来的利率上涨，对贵金属价格的将形成不同的影响。

通胀因素：关注油价

根据我们对目前美国经济的判断，我们认为美国经济目前处于充分就业状态，虽然劳动力市场还存在进一步上升的空间。在这一状态下，根据传统的菲利普斯曲线推倒，随着失业率的继续下行，就业市场的相对紧张状态将推升薪资通胀压力。而美联储去年以来的持续收紧货币政策也是主要基于对于劳动力市场

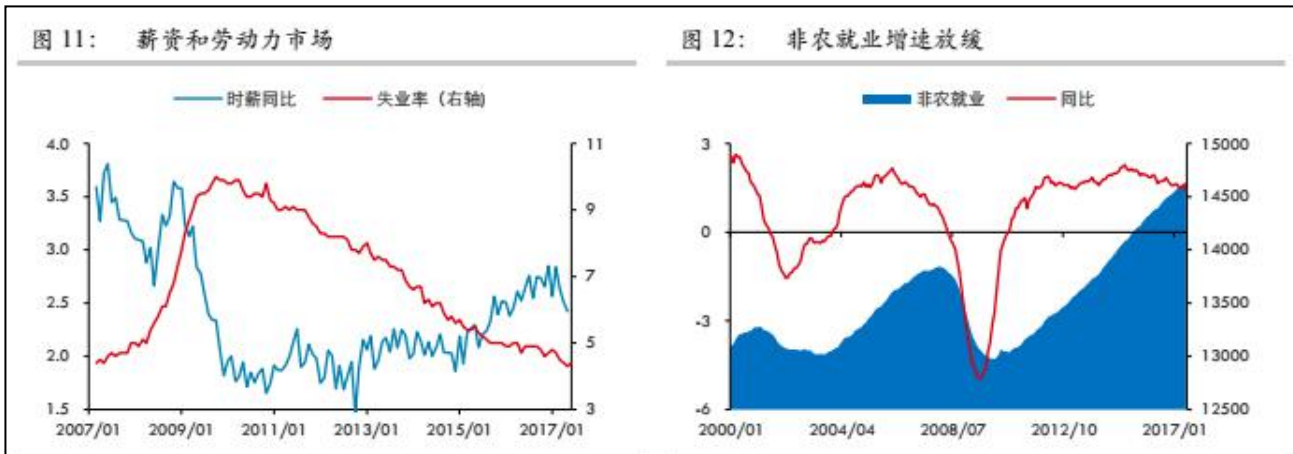
以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

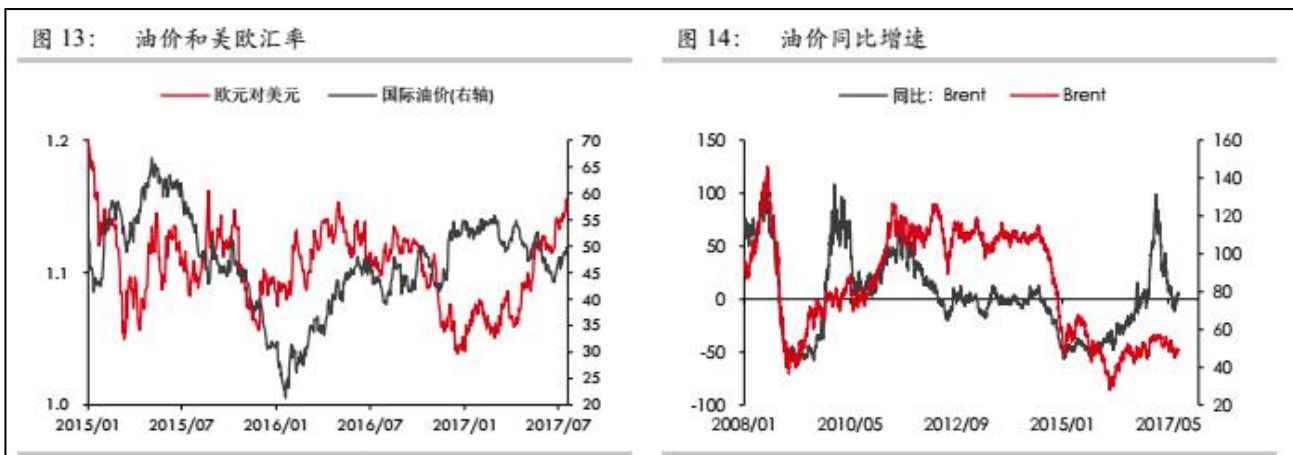
公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.szjnhq.com



的判断。但是我们注意到今年上半年在劳动力市场依然相对紧张的状态下，薪资压力对于通胀的传导却没有看到，事实正相反，美国的核心通胀确实持续下滑的，同比增速从 1 月份的+2.3%持续回落至+1.7%。再次回顾美联储的预期管理我们发现，和以往不同的是，在 7 月份的会议声明中，美联储下调了对于未来的通胀展望——对于通胀水平从过去的“有点儿低于”政策目标转向了“通胀低于”政策目标。从预期上，我们认为未来关注点从“没有通胀→延长加息周期”转向“油价波动→通胀预期波动”上来，即油价的再次下行将打压市场的通胀预期，在美联储利率水平预期稳定的情况下，拉升实际利率水平；或者油价伴随着远期曲线的修复更快上行，抬升市场的通胀预期，在美联储利率水平预期稳定的情况下，压制实际利率水平。



数据来源：wind 金汇期货



数据来源：wind 金汇期货

预计未来原油价格依然呈现偏多格局，但是上方依然存在顶部制约，从而基本判断对于通胀预期的影响依然较为温和。但是依然需要密切关注意外事件对于原油供给端的影响。

实物需求：继续持稳

再审视全球两大黄金实物消费国——中国和印度——我们注意到，两者的黄金需求维持在相对稳定的状态。

中国黄金协会统计数据显示，2017 年上半年，国内累计生产黄金 206.542 吨，同比减产 22.560 吨，降幅 9.85%。黄金首饰制造需求与去年同期基本持平，仅小幅下滑 0.26%。中国黄金实际消费量 545.23 吨，同比去年增长 9.89%。黄金首饰销售小幅下滑；金条销售继续保持涨势，同比增长 51.09%。

而印度在去年黄金非货币化以及今年税制改革的影响下，对于黄金的消费需求缺乏更大的增量预期。虽

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

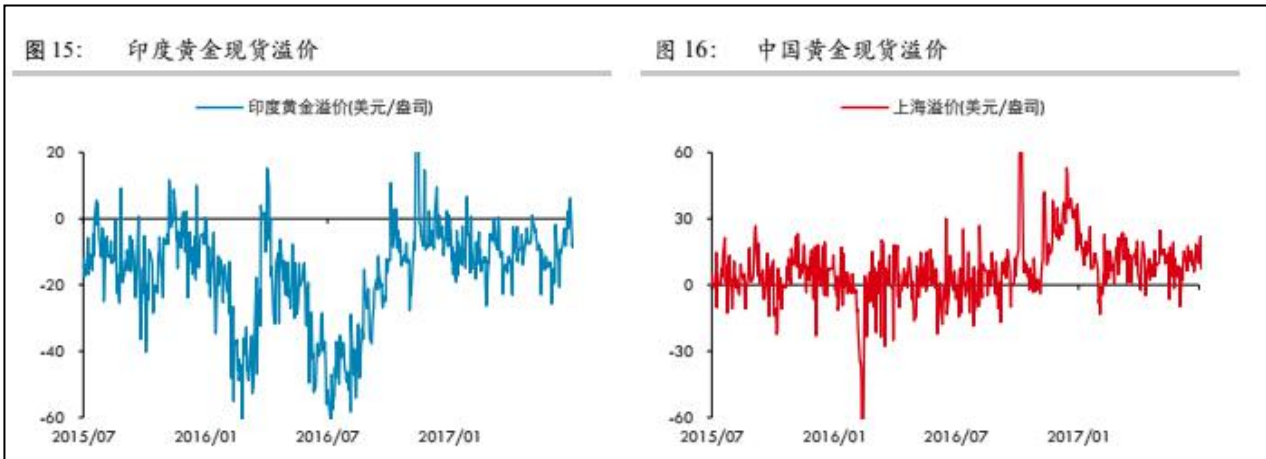
免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼

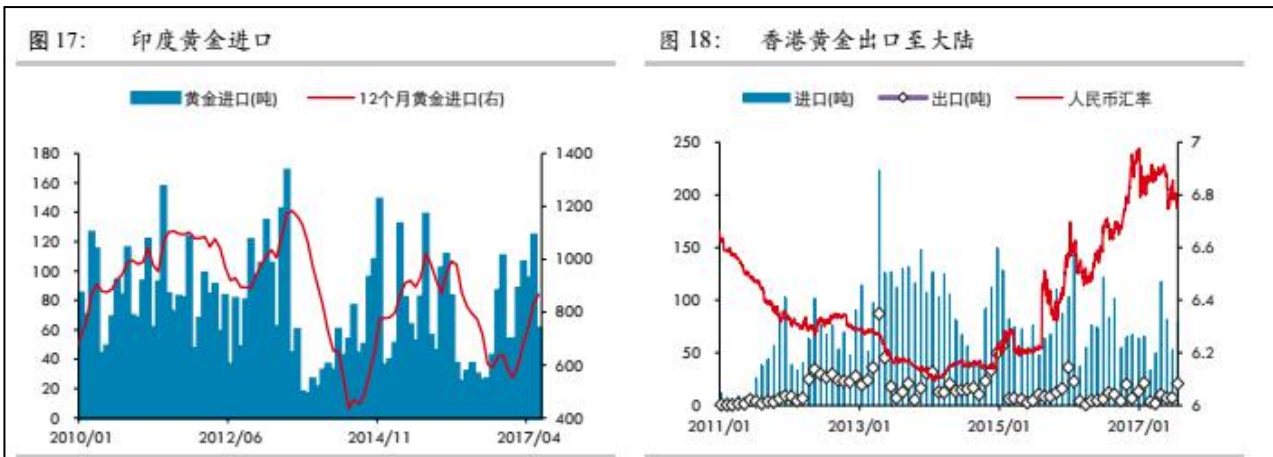
网址www.szjqh.com



然近期印度贸易部有可能降低黄金进口税，但对于需求的提振作用短期内料依然有限。



数据来源: Bloomberg 金汇期货



数据来源: Bloomberg 金汇期货

投资需求: ETF 持续流出

我们跟踪的黄金实物 ETF 投资数据显示,截止 7 月底,黄金和白银的 ETF 持仓规模延续流出状态。虽然伴随着 7 月贵金属价格的持续上涨,白银 SLV 持仓量从 6 月底的 10,563 吨增加至最高 10,855 吨,但是自 7 月下旬以来白银的持仓量出现持续流出的状态,截止 26 日持银量规模降至 10,693 吨。而另一方面,黄金的持仓量在 7 月份并没有伴随着价格的反弹增加,相反是不断流出的格局,从 6 月底的 852 吨降至 7 月 26 日 795 吨,下滑近 60 吨(或-6.7%)。显示出在目前宏观经济条件下,投资者对于贵金属的投资需求依然相对不看好。

另外,从期货市场上看,黄金和白银的非商净多头寸也出现了较大下滑。截止 7 月 18 日,CFTC 报告显示,白银非商业净多头寸从 6 月初的 6.9 万手下降至 3.1 万手,净多持仓占比从 14%降至 6.4%;而黄金的非商业净多头寸从 20.4 万手下降至 6.0 万手,净多持仓占比从 41%下降至 12.4%。

以上资料仅用作实际交易之参考,本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明:本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体,但是来源与数据未经独立验证,严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此,金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话: 0755 83472566 地址: 深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.sz.jhqh.com



图 19: CFTC 黄金基金多空持仓占比

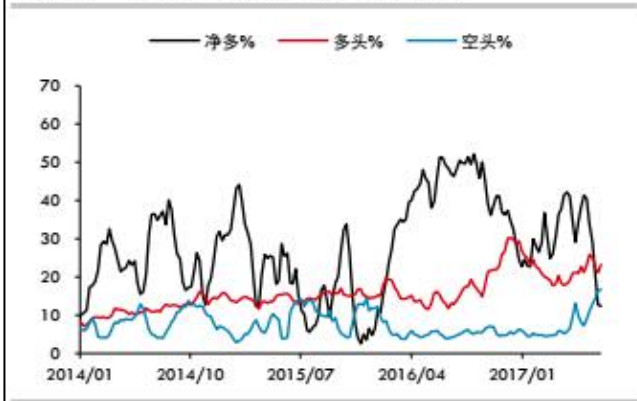
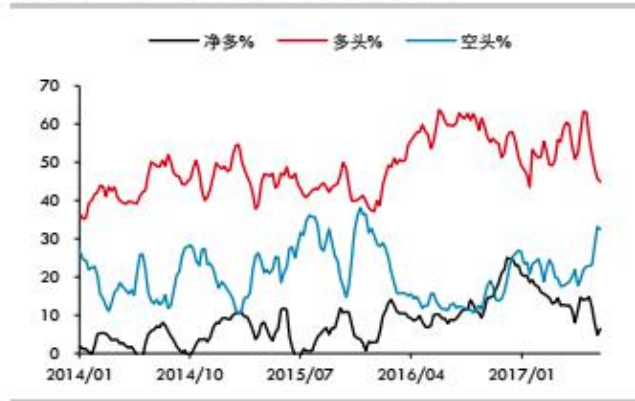


图 20: CFTC 白银基金多空持仓占比

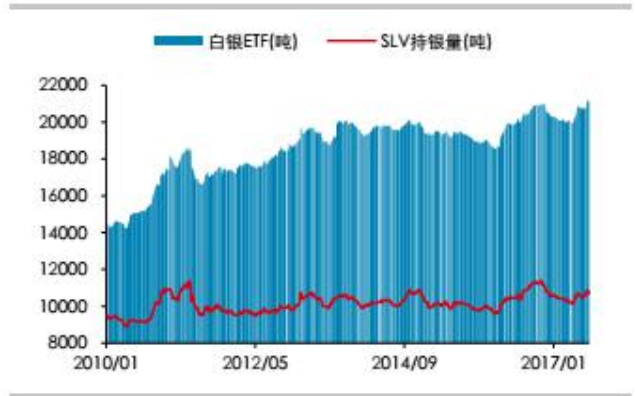


数据来源: Bloomberg 金汇期货

图 21: 黄金 ETF 持仓



图 22: 白银 ETF 持仓



数据来源: Bloomberg 金汇期货

以上资料仅用作实际交易之参考, 本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体, 但是来源与数据未经独立验证, 严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及之资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此, 金汇期货对于使用或基于信赖本报告之信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。