

# 黄金 有望重演反弹行情

招金期货 孟妍妍

5月，美元、美债收益率走强压制金价震荡下破千三关口，而地缘政治的不确定性给予贵金属下方以支撑。美联储6月加息板上钉钉，6月中旬之前，美联储加息预期仍会给贵金属以压制；但从美联储会议与金银价格走势看，贵金属仍有望重演加息靴子落地反弹行情。

图 1：黄金日线图



## 美元短期见顶

美元仍是近几周影响黄金定价的主要因素，其影响力超过了地缘政治风险引发的避险需求。前期美元强势主要有几方面的原因：

欧美经济表现不一，美国经济数据好于欧洲，美元上涨；市场担忧意大利政治经济问题外溢，反映到指标上就是意大利和德国利差扩大，欧元弱，美元上涨，这里面含有避险要素，所以大家会发现金银跌幅并不大，甚至出现美元金银同涨现象，是避险因子导致的；美联储6月加息基本敲定，欧洲央行，英国央行二季度以来犹豫不定，欧元弱，美元涨，这个因素进入三季度可能会有变化；前期美元上涨还有一个因素是美债收益率的不断走高，吸引资金流向美元，这也是打压贵金属的关键，美债收益率跟未来加息预期及未来美国经济表现预期相关，需要关注；此外，我们之前就提到，自去年年底以来外汇融资市场的“美元荒”愈演

愈烈，从供需角度看，季末或月末美元的供需失衡也是导致这波强势的一个原因。

图 2：美元指数周线图



短期看，美元走势或已见顶，之前美元指数 95 附近的高位或成为短期顶部，目前正处在回调阶段，而中长期看也依旧不看好美元前景。近期，美国的就业和工资数据超过了预期，推高了通胀预期。数据显示，美国 5 月非农就业人数实际增加 22.3 万人，远超预期的 19 万人。失业率进一步下跌至 3.8%，创 18 年以来新低，美国 5 月工资增速稳步上涨，美国 5 月平均时薪同比增长 2.7%，好于预期和前值的 2.6%；而重要通胀数据核心 PCE 物价指数也再度触及 2% 的通胀目标，4 月核心 PCE 物价指数同比增幅为 2%，与 3 月持平，4 月份扣除食品、能源的核心 PCE 物价指数同比增长 1.80%，符合预期。

因为强劲就业、制造业等数据，美国第二季度国内生产总值（GDP）追踪模型已经大幅上升到了 3.7%，美国财政刺激和宽松货币政策带来的利好因素可能已经推动美国的经济目前尽可能快的速度增长，导致的后果就是美国经济后期的增长速度可能会逐渐放缓，美元走势不容乐观。

### 其他货币逐步走强

随着全球经济更快增长，将有利于其他经济体，其货币表现会优于美元，从而压制美元走势。日元兑美元近期不断走高，因为日元在外汇市场上历来是被作为避险货币，所以我们由此可以判断当前市场，至少近期，由于意大利、西班牙

政局问题、中东问题、贸易问题等带来的市场避险氛围较强，日元的走强对美元也起到一定的压制作用。

图 3：美元兑日元日线图



欧元区来说，虽然欧元区一季度 GDP 终值增速创 2016 年三季度以来新低，一季度 GDP 季环比终值 0.4%，符合预期，低于前值 0.7%；同比终值 2.5%，符合预期，前值 2.8%，但经济学家普遍预计，其经济增速将在今年晚些时加快，因此一季度经济的疲弱并不会对欧元区货币政策产生大的影响。据相关报道，欧洲央行 6 月 14 日会议可能会讨论退出 QE。之前我们就提过，目前欧洲央行正计划慢慢退出大型债券购买计划，今年可能结束量化宽松政策，2019 年中期开启加息周期。因此以欧洲央行为首，全球各大央行趋于逐步撤出货币宽松政策，我们认为这一周期基本不可逆，考虑到市场对于非美央行缩减预期强于美联储，这支撑了金价长期走势。

图 4：欧元兑美元日线图



### 静等 6 月美联储加息靴子落地

近日金价价格一直于千三关口震荡，除了美元、美债收益率的影响，还有重要的一点就是来自美联储 6 月加息预期的打压。美联储 5 月会议纪要显示，大多数决策者认为，如果美国经济前景仍然完好无损，再度“迅速”加息将是“适宜的”。少数决策者指出，如果美联储继续加息，联邦基金利率“没多久”可能就会达到中性水平。会议纪要中暗示了 6 月会议上或将加息，但在今年加息三次还是四次上仍存在分歧，会议纪要公布后 CME 数据显示，美联储年内合计加息三、四次的概率为 45.5%和 34.7%，6 月加息概率为 90%。近日强劲的就业数据以及良好的通胀等数据也为本次加息扫清了最后的障碍。

美联储 6 月加息已经板上钉钉，根据我们对于近几年历次美联储加息会议的统计，美联储会议前夕金价通常承压下跌，加息之后通常会反弹或大幅上涨，往往会议前跌的越多，加息后反弹幅度越大，考虑到 6 月加息之后，市场对于 9 月加息预期不高，较长的加息时间空档期，可能会促使贵金属重演靴子落地反弹的历史规律。

图 5：美联储加息前后金价走势图





### 美联储长期货币政策支撑金价

近日美联储官员讲话，对于年内加息路径看仍支持渐进加息，预计加息为3-4次，而对于“中性利率”，官员态度谨慎偏鸽。虽然近日由于数据强劲，市场对于美联储年内四次加息预期又再度强化，但从美联储长期发展看，有官员表示美联储已经接近加息周期尾部，部分官员认为美联储或面临变革期，而对于新兴市场的冲击也是不可忽视，从长期看，这些因素可能会一定程度压制美元走势。

其中今年的票委，亚特兰大联储主席博斯蒂克表示，支持今年加息3次。很重要的观察变量是：经济表现与预期的差异、经济是否存在过热，并根据经济数据修正预期。认为中性利率可能在2.25%-2.75%的水平，代表还需再加息3-5次就可以了，因此认为美联储已经接近了加息周期的尾部。如果在达到中性利率后继续加息，可能会引发增长动能减退，甚至是经济衰退。

同样是今年的票委，克利夫兰联储主席梅斯特表示，现在是时候评估是否需调整当前货币政策框架。威廉姆斯除了重申今年加息3到4次依旧合理外，也表达了改变美联储前瞻指引方式的愿望。表示现在可以开始逐渐摒弃前瞻指引，不再单纯承诺保持利率低位，而是改成解释央行将如何回应最新的经济发展形势。

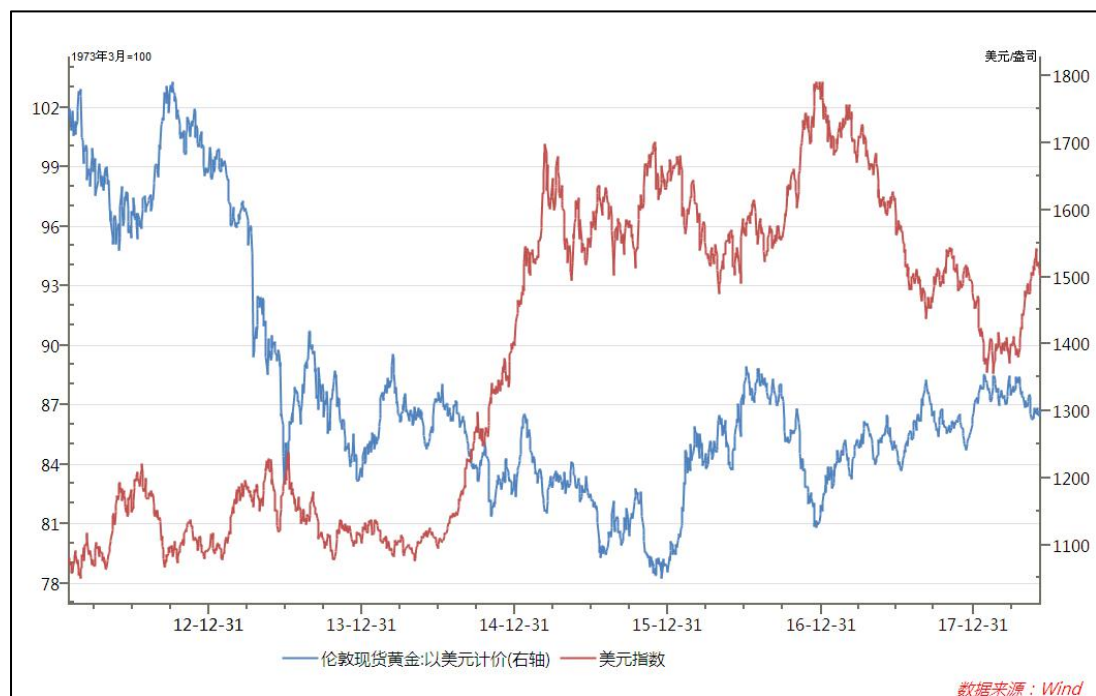
美联储加息预期升温下，机构普遍对全球市场流动性产生担忧，美联储激进的加息及缩表会给新兴市场重创。新兴市场的印度央行行长近日就呼吁美联储放慢缩表节奏，考虑其政策对新兴市场的影响，虽然美联储目前仍不为所动，但从

长远看，新兴市场面临股、债、汇三杀，这种危机最终会传导至发达市场，引起全球经济的危机，从美联储稳定金融市场的职责看，长期而言，美联储加息、缩表会考虑到对其他市场的冲击。

### 地缘政治不确定性给予金价支撑

政治地缘引起的避险情绪对于金价的支撑效应近日有减弱的倾向，虽然未支撑金价大幅上涨，但在黄金不利因素增多的情况下，却制约了金价的下行，成功使金价持稳 1280 美元/盎司上方。中美贸易摩擦进展情况反反复复，虽然避险效应有所减弱，但贸易摩擦不会马上结束。中国不希望中美贸易摩擦升级，希望推动中美两国经贸的平衡发展。但美国则是打着贸易保护主义旗号的赤裸裸的遏制，展现了特朗普政府的单边主义、霸权主义和美国利益优先思维，是对新兴大国崛起的一种遏制。中长期随着中美经济实力的此消彼长和经贸竞争性的增强，中美贸易摩擦具有长期性和日益严峻性。

图 6：美元与金价对比走势图



美国对加、墨、欧盟设置的钢、铝关税，其本质上就是在反对全球贸易。对此，欧盟委员会批准了对美国进口产品加征关税的决定，征收措施将于 7 月生效。法国经济部长表示对美国加征钢铝关税既不理解也不接受，美国引起的全球贸易争端将会增大市场的避险情绪。

另外意大利政局、西班牙政权、美国中期选举等一系列地缘不确定性依然影

响着市场，伊朗局势仍处于发酵阶段，中东各国之间互不相让，矛盾逐渐激化，新兴市场的金融风险也是一颗隐形炸弹。短期包括 G7 峰会中美国与 G7 集团的分裂、总统特朗普会见日本首相安倍晋三、美联储高官投票表决等，政治地缘不确定性依然是影响金价的主导因素，短期内事件可能影响不大，但一旦出现类似黑天鹅突发事件，势必仍会大幅拉涨黄金的走势，需持续关注。

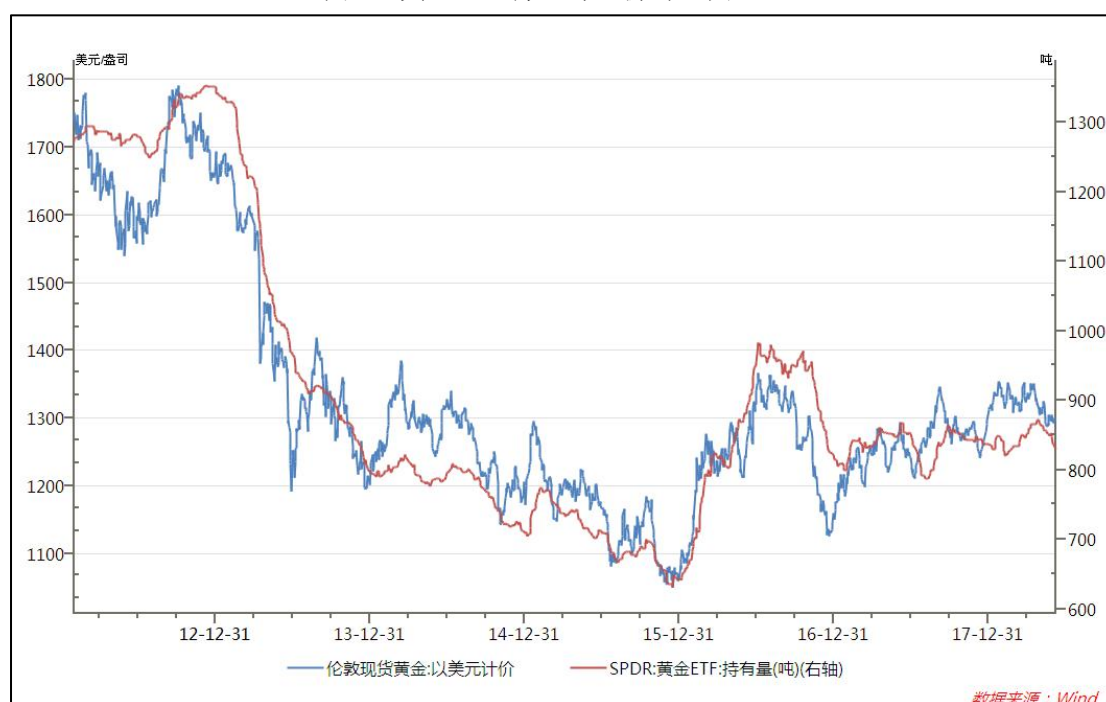
### 黄金持仓显示短时机构并不看好黄金

对冲基金和基金经理持有的 COMEX 黄金期货净多头头寸在连续两周下降之后 5 月 29 日当周转为大幅增加，净多头重回 10 万手上方。但截至 6 月 5 日当周 COMEX 期金非商业类净多头头寸转而小幅回落 3714 手至 111,416 手，此次回落幅度并不算大。

全球最大黄金 ETF 近日持仓仍处于减持状态，从 5 月 8 日至 6 月 8 日共减仓 35.37 吨，目前持仓为 828.76 吨，为今年 3 月 9 日以来最低水平。其中 6 月 1 日减少 10.61 吨，创 2 月 9 日以来最大降幅。

持仓情况显示出投资者短期内并不是非常看好黄金。

图 7：黄金 ETF 持仓与金价对比图



### 黄金迎来季节性上涨周期

根据以往数据统计可知，黄金一、二季度往往表现差强人意，而进入三季度黄金往往会面临季节性上涨，叠加地缘政治的避险支撑以及美联储加息靴子落地

反弹等因素，6月下旬开始，黄金或迎来季节性反弹，重测前期的高点。

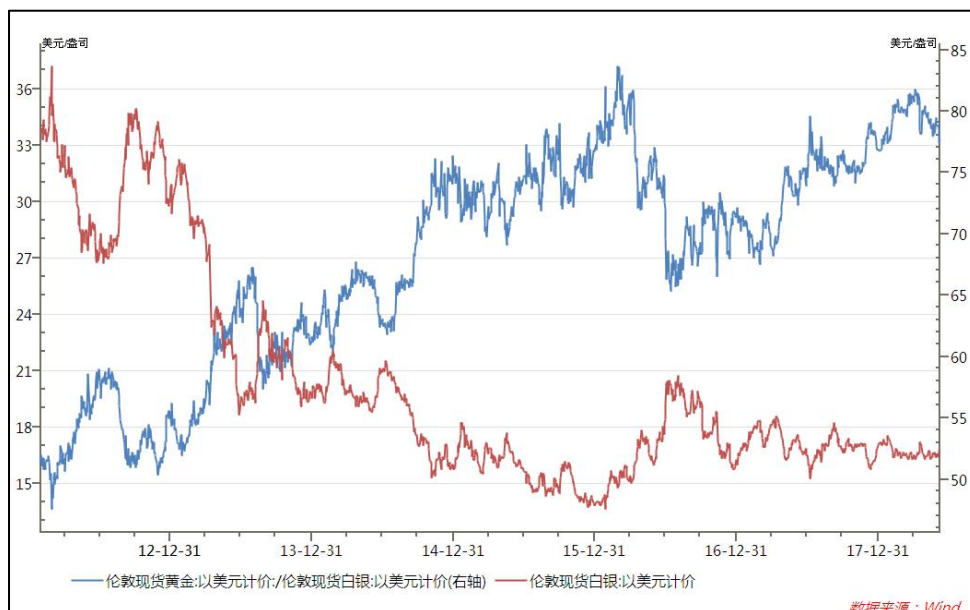
图 8：黄金月涨跌概率



从黄金供需角度看，工业和实物需求应随着强劲的全球经济而改善，而美元疲软和下滑的矿业供应也应有所帮助。贵金属供应出现减少，黄金储备大幅减少，尤其是白银和铂的供应出现减少。此外印度的婚礼季节即将来临，预期对黄金的采购将会增加，而新兴市场的黄金需求，使得黄金能承受不断上升的债券收益率，上述等因素将长期支撑贵金属价格。

### 金银比值处于回调中

图 9：金银比值与银价的对比图





金银比值 4 月 6 日曾至 81.79 的历史高位，之后进入震荡下行的通道中，短时而言，这种趋势将会持续。5 月期间，虽然美元、美债收益率强势上涨，但是白银却表现坚挺，并未跌破 16 美元/盎司的关键支撑位，价格波动于 16-16.8 美元/盎司之间看。而且近日受铜、原油等大宗商品走强带动，白银走势强于黄金，此外金银比值虽然目前回落至 77.5 附近，但仍处于较高的位置，因此做空金银比值仍有获利空间。而白银的良好表现或将继续扩大，白银工业需求以及市场的看多情绪，将支持白银后期涨幅远超黄金。

图 10：伦金月线图



总之，短时而看，美联储及欧日央行动态、地缘政治进展仍是关注重点，中期来看，各大央行动态、地缘政治、美国经济数据仍将综合主导金价走势。技术上，周、月 K 线仍未脱离多头氛围，短时金价波动率或上升，或脱离千三关口附近震荡区，关注上方 1318—1366 美元/盎司区间阻力，下方关注 1260—1280 美元/盎司区域支撑。