

贵金属策略：短空长多

主要观点

年初以来，伦敦金走出了圆弧底，从最低 1046.54 美元开始震荡回升，并在 2 月 11 日加速，突破了前期的压力，金价上涨至 1263 美元后开始出现调整，3 月 11 日创下新高 1284.53 美元，但随后又开始出现调整，这一轮调整长达 2 个月，并最终在大幅低于市场预期的非农数据推动下触及 1300 美元，随后再次向下。

就长期来看，我们依旧看好黄金，主要基于以下几点理由：

- 1) 看空美元；
- 2) 看多通胀
- 3) 对冲尾部风险
- 4) 不看好 6 月加息

但是短期操作上，我们认为黄金价格需要经历一次较大的调整，不看好短期走势的主要原因在于场内资金流推动作用减弱。场内非商业持仓连续增持几周净多头，但价格没有创下新高，场内资金流推力减弱。就时间周期而言，伦敦金在下跌前震荡区间约 3 个月，而上涨完成后的震荡区域也维持了近三个月，近期可能会开始摆脱震荡区间，建议在 1230/1240 区域逐步建立多头头寸，止损 1210，目标 1280。

报告日期 2016-5-20

研究所

廖鹏程

股指期货分析师

从业资格号：F0306044

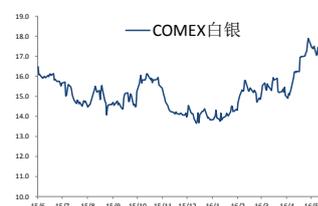
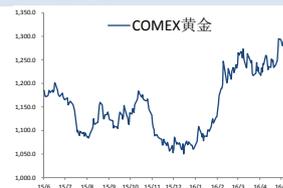
投资咨询号：Z0011584

010-84183011

liaopengcheng@guodu.c

C

相关图表



相关研究

目录

基本面偏多	4
1) 看空美元	4
2) 看多通胀	5
3) 关注尾部风险	6
4) 6月加息? 不一定	7
短期或继续回调	7

插图

图 1 美国 10 年期国债收益率.....	5
图 2 非农就业数据.....	5
图 3 通胀数据.....	5
图 4 伦敦金 RSI 背离.....	5
图 5 伦敦金 MACD 死叉.....	5
图 6 2 月后通胀预期领先于黄金价格.....	5
图 7 尾部风险.....	6
图 8 劳动力市场数据.....	6
图 9 通胀低于联储目标.....	7
图 10 中国外汇储备锐减.....	7
图 11 cftc 非商业持仓.....	8
图 12 伦敦金.....	8

基本面偏多

就长期来看，我们依旧看好黄金，主要基于以下几点理由：

1) 看空美元

虽然牙买加会议确定了黄金非货币化的原则，但其仍然独立于货币与商品之外成为了一个独立资产类别。作为最接近货币的商品，黄金与货币，尤其是美元之间存在一定的竞争关系，这种竞争关系表现在获得美元计价商品（包括资产）的权利，因此我们看到美国经济数据走强，资产回报越高，美元走强的概率也越大，因此我们对于美元的判断基于对私人资产配置行为的判断，而股票和债券作为流动性较优的品种，其更加受到投机资金的青睐。

美国经济基本面尚可，就业数据虽然大幅波动，但过去一年时间的就业数据处于金融危机后的高位，通胀也在缓慢回升，但是主要资产类别表现并不乐观。10年期国债的到期收益率在1.5%~2%之间，而美指虽然创下新高，但是风险加大，因此美国国内资产的吸引力有限。

美股风险点主要在三个方面：能源企业、加息风险和股票回购。

能源企业在大宗商品价格高企时期加大投资扩充产能，但是当能源价格大幅下跌后，资本结构开始恶化，股价的下跌加速了这种负循环，对企业违约的担忧提升了市场cds价格，也降低了市场整体的风险偏好。

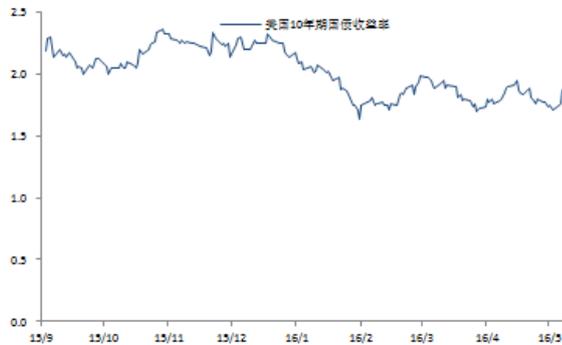
虽然我们不看好6月加息，但是货币政策回归正常化肯定会到来，且市场不可能长久的无视联储的屡次“预警”，因此加息预期会打压股市。

此外，股票回购规模支撑了市场。截至今年前三月，回购公告已经超过了500亿美元的规模（数据来源为麦肯锡），回购行为提高了股票的每股收益，但并没有提升企业经营效率。过去四年间，剔除美国企业后，股市资金净流入为负，一旦国内廉价资金消失，这种模式难以为继。

而从国际对比来看，英镑、欧元和日元相对美元更优。首位穆斯林伦敦市长的就职再次引发市场关于英国退欧的热议，但是这种可能性极小；而欧洲和日本都面临货币政策难以为继的困境，市场对于继续宽松能力的怀疑也引发日元的大幅升值。

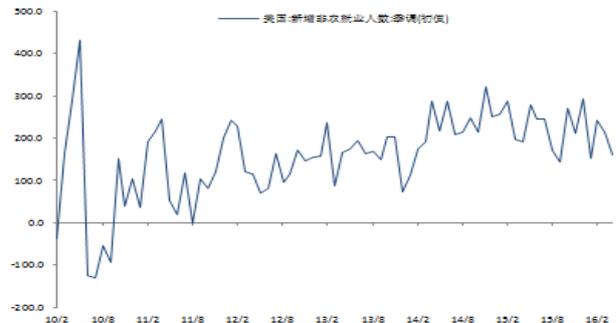
此外，美指技术图形与基本面数据形成印证，存在破位的风险。技术图形上，美元指数在月线上与RSI背离，2015年3月后美元指数继续走高，但RSI回落，而在MACD上也出现死叉。

图 1 美国 10 年期国债收益率



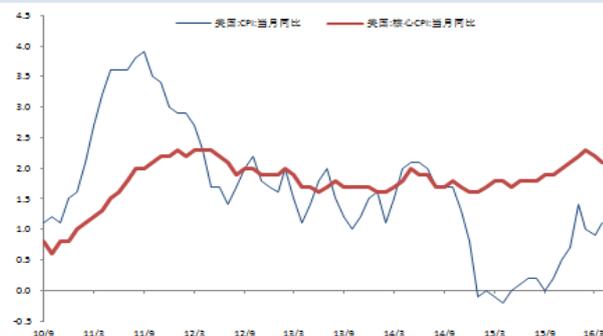
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 2 非农就业数据



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 3 通胀数据



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 4 伦敦金 RSI 背离



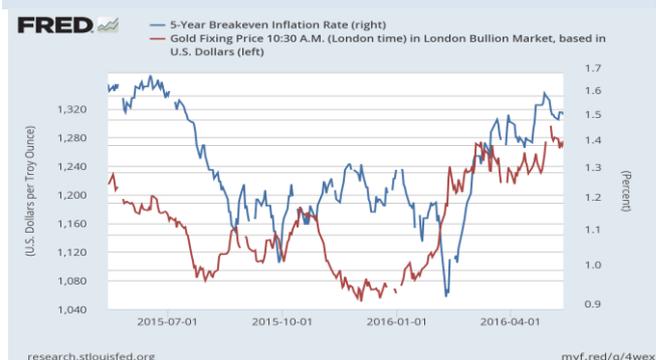
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 5 伦敦金 MACD 死叉



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 6 2 月后通胀预期领先于黄金价格



数据来源: Wind、国都期货研究所

2) 看多通胀

我们回顾过去一段时间的通胀预期,发现金价与通胀预期维持正向变动。而目前通胀低迷的主要原因在于大宗商品价格低迷,而原油价格近期的走强逐步提升了市场的通胀预期,从而带动农产品加工的大幅上涨。由于商品本身属于通胀的一部分,因此这种上涨容易形成正向循环,从而使

得通胀预期的提升。在联储压制住长端利率的情况下，这降低了市场的实际利率，黄金配置的优势体现。

原油价格在进入消费旺季后，短期可能会继续走高。据美国《世界炼油商务文摘周刊》，今年全球汽油消费量可能增加60万桶/日，其中三分之一以上来自中国。而EIA也看好2016年的需求，顶峰在二季度。此外中国大宗商品价格上涨也是影响通胀的重要因素。由于中国属于世界工厂，大宗商品价格上涨会通过可贸易品向全球传导，因此前期国内大宗商品价格的上涨提升了全球未来的通胀逾期。

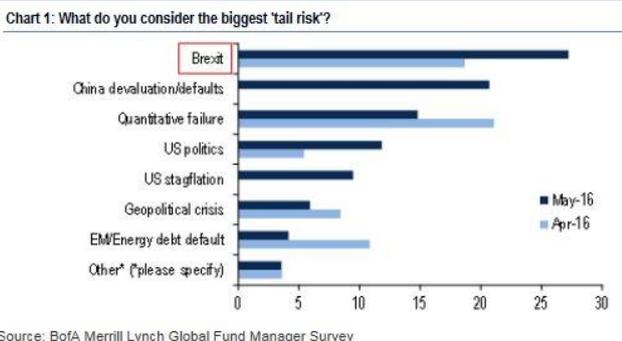
3) 关注尾部风险

世界黄金协会(WGC)表示：将黄金纳入投资组合可降低投资组合的波动性，而无需牺牲预期收益，包含黄金的投资组合还有助于降低潜在损失，具体可以参见年初人民币贬值，欧洲股市受德意COCO债大跌期间的黄金价格走势。由于2016年仍然存在较多的尾部风险事件，因此黄金避险功能会继续凸显。

目前市场风险主要集中在欧洲和中国。难民问题加大了欧洲复苏的不确定性；而英国脱欧(6月)概率较低，此外意大利银行还有较为严重的不良资产问题。而人民币继续贬值的可能性也是市场担忧之一。

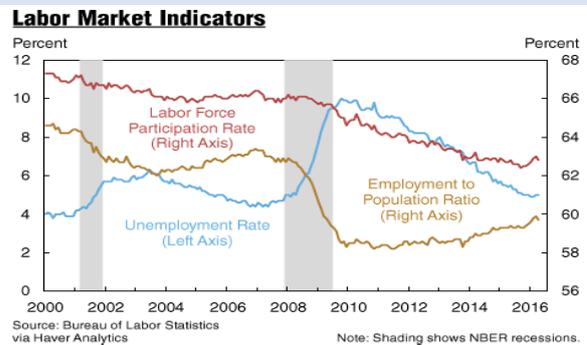
此外，延迟加息本身也构成了市场的风险，在长达10年低利率之后，全球经济仍然复苏依旧乏力，那么如果现在再次发生经济危机，那么还有什么可动用工具和手段呢？

图7 尾部风险



数据来源: Wind、国都期货研究所

图8 劳动力市场数据



数据来源: Wind、国都期货研究所

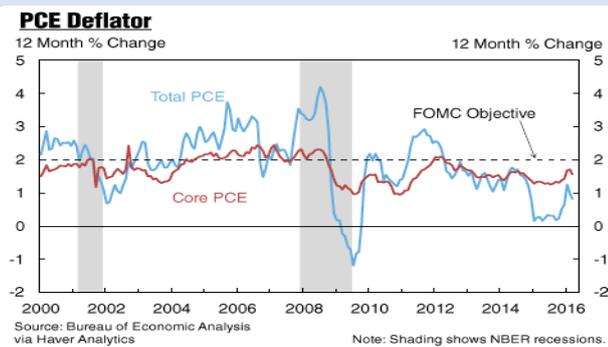
4) 6月加息? 不一定

我们知道,美联储的加息是依据数据而定,根据美国经济快报五月刊:消费者支出在一季度放缓,4月工资增长放缓,而失业率维持稳定,劳动参与率下降;而3月的通胀开始走软,但依旧缓慢的靠近联储的长期目标。

由于下一次联储议息在6月14-15日,而4月非农就业数据大幅低于市场预期,因此在一个月后转向加息的概率较小,参照去年非农就业数据大幅波动时期,我们认为可能至少需要三个月的数据观察期,因此即便加息,也可能是在9月的议息会议上。

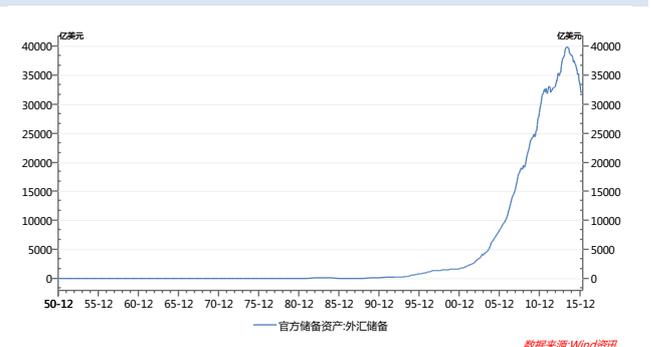
此外,考虑到中国外汇储备去年的大幅缩减(3.9万亿减少到3.2万亿),这种收缩效应带来了实质上的美元信用收缩,因此并不看好6月加息。

图9 通胀低于联储目标



数据来源: Wind、国都期货研究所

图10 中国外汇储备锐减



数据来源: Wind、国都期货研究所

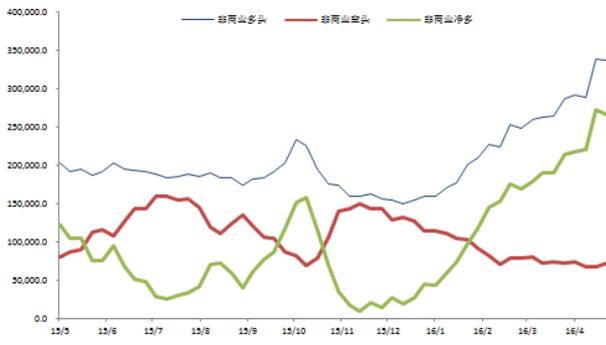
短期或继续回调

但是短期操作上,我们认为黄金价格需要经历一次较大的调整,但由于下方买盘居多,创下新高后的每一次调整都较为短暂,不看好短期走势的主要原因在于场内资金流推动作用减弱。

资金流上自3月11日金价见高点以后,场内对冲基金净多头不断的增持,大约到现在增持了近10万多手左右,5月10日净多持仓略有减少,整个场内净多头仍然高达26.4万手,是11年8月份24.7万手以来的高位,12年10月份是21.2万手。连续增持几周净多头,但价格没有创下新高,资金流推力减弱。

就时间周期而言,伦敦金在下跌前震荡区间约3个月,而上涨完成后的震荡区域也维持了近三个月,近期可能会开始摆脱震荡区间,建议在1230/1240区域逐步建立多头头寸,止损1210,目标1280。

图 11 cftc 非商业持仓



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 伦敦金



数据来源: Wind、国都期货研究所

分析师简介

廖鹏程，国都期货研究所股指期货分析师，西南财经大学硕士学位，主要负责股指期货的研究。

国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。