



炎炎夏日过，阵阵秋意浓

贵金属专题策略报告

2017-08-08

交易逻辑：

1. 7月贵金属大幅上涨，Comex 黄金涨幅超 5%，白银近 8%，其原因一是特朗普引发的政治及政策不确定性，二是美联储的鸽派表态，最后则是以上两者导致的弱美元；
2. 细究本轮上涨，发现在贵金属上行的背景下，ETF 实物持仓在不断下滑，并且除了债券以外的其他资产（美股、金属、原油）同周期的收益率也毫不逊色，基本可以断定，本轮上涨的本质并不是因为贵金属的资产配置价值，极有可能是弱美元导致的被动上涨；
3. 进入八月，特朗普不确定性仍将继续，但从目前的低波动率以及风险情绪钝化的环境看，其边际增量影响有限，欧美央行的收紧预期才是核心；
4. 美联储明鸽实鹰并且已步入缩表+加息周期，而德拉吉无论如何鸽派，强劲的欧元区经济以及欧元本身仍将被市场解读为鹰派，此前低利率的环境难以持续，贵金属的配置价值打折将成其后市的主要利空；
5. 金融属性较强的黄金有望在 8 月探至 1220 美元/盎司，而工业品属性较强的白银有望在偏强的工业金属的支撑下相对较强，加上金银比目前大幅偏离均值，因此空金银比组合也可介入。

兴业期货研究部

贵金属组

贾舒畅

021-80220213

[jiasc@cifutures.com.cn](mailto:jiasc@cifutures.com.cn)

更多资讯内容

请关注本司网站

<http://www.cifutures.com.cn/>

## 正文目录

<b>1、贵金属近期行情回顾</b> .....	<b>5</b>
<b>2、七月发生了什么？</b> .....	<b>6</b>
2.1、特朗普之乱.....	6
2.2、全球主要央行的态度 .....	7
<b>3 . 贵金属真的那么火热吗</b> .....	<b>8</b>
<b>4 . 何来秋意浓？</b> .....	<b>10</b>
4.1、特朗普之乱能否继续提振贵金属？ .....	11
4.2、贵金属的资产配置价值 .....	11
4.3、美元指数何去何从？ .....	13
<b>5、策略建议</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

图 1 沪金运行情况.....	5
图 2 沪银运行情况.....	5
图 3 COMEX 金运行情况.....	5
图 4 COMEX 银运行情况.....	5
图 5 黄金主要 ETF 持仓.....	5
图 6 白银主要 ETF 持仓.....	5
图 7 美国政治不确定性指数.....	6
图 8 美国通胀持续疲弱.....	7
图 9 美元指数持续走低.....	7
图 10 欧元区通胀正向目标靠近.....	8
图 11 欧元/美元涨势惊人.....	8
图 12 以美元计价的贵金属走高.....	8
图 13 黄金与美股.....	9
图 14 黄金与美债.....	9
图 15 黄金与工业金属.....	9
图 16 黄金与原油.....	9
图 17 SPDR 黄金实物持仓.....	10
图 18 SLV 白银实物持仓.....	10
图 19 CFTC 黄金衍生品持仓.....	10
图 20 CFTC 白银衍生品持仓.....	10
图 21 VIX 的运行平台在不断下移.....	11

图 22 贵金属本身的波动也在降低.....	11
图 23 欧元区的自然失业率是市场预期欧央行转向的重要信心来源之一 .....	11
图 24 去年 12 月美联储对通胀的预期 .....	12
图 25 今年 3 月美联储对通胀的预期 .....	12
图 26 不断创新低的失业率 .....	12
图 27 强劲的美国 GDP .....	12
图 28 缩表或令美债利差扩大 .....	13
图 29 继续加息有望推升长端美债收益率 .....	13
图 30 美元指数进入超卖区间 .....	14
图 31 欧元进入超买区间 .....	14
图 32 英镑靠近超买区间 .....	14
图 33 日元靠近超买区间 .....	14
图 34 8 月黄金将遇阻下滑 .....	14
图 34 目前金银比位置过高，存空金银比机会 .....	15

## 1、贵金属近期行情回顾

进入七月，天气日渐炎热，气温也在不断上升，而贵金属市场同样如此，在经历过六月的跌之后，七月黄金白银表现抢眼，在整个七月，Comex 黄金主力上涨 5.1%，Comex 白银主力则上行 7.79%，而内盘沪金、沪银同样火热，分别上涨 3.55%和 6.46%。

图 1 沪金运行情况



图 2 沪银运行情况



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 3 COMEX 金运行情况



图 4 COMEX 银运行情况

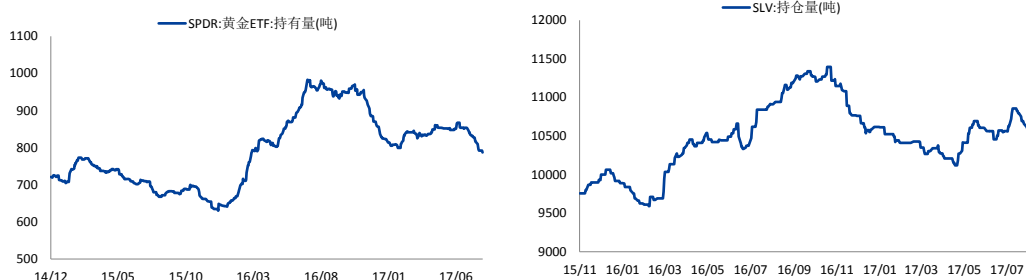


数据来源：文华财经、兴业期货研究咨询部

再来看持仓，这里主要观察全球最大的两个贵金属 ETF 的实物持仓，分别是 SPDR 黄金 ETF 与 SLV 白银 ETF，与黄金白银本身的火爆相反，在 7 月，两个最大的黄金白银 ETF 实物持仓分别下滑了 60.62 吨和 91.14 吨。

图 5 黄金主要 ETF 持仓

图 6 白银主要 ETF 持仓



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

## 2、七月发生了什么？

### 2.1、特朗普之乱

美国政治不确定性指数由多家美国大学及学术研究机构共同创立，利用 10 家权威新闻机构报道中涉及政治不确定性的字眼、税号到期数据（反映经济活动不确定性）以及经济学家对未来经济走向的分歧度构建了该指数；

**通俄门**：原本渐被遗忘的特朗普通俄门事件再起波澜，此事重燃的导火线为 7 月 11 日特朗普长子在纽约时报公布其与俄罗斯相关人员会面的消息后，主动披露“通俄”电邮，显示俄罗斯政府曾希望帮助特朗普竞选美国总统，有人向他提供能将民主党候选人希拉里定罪的“高级别敏感信息”，近日美国司法部特别检察官选定了调查俄罗斯介入大选的大陪审团成员，并已向特朗普长子及相关人员发出传票；

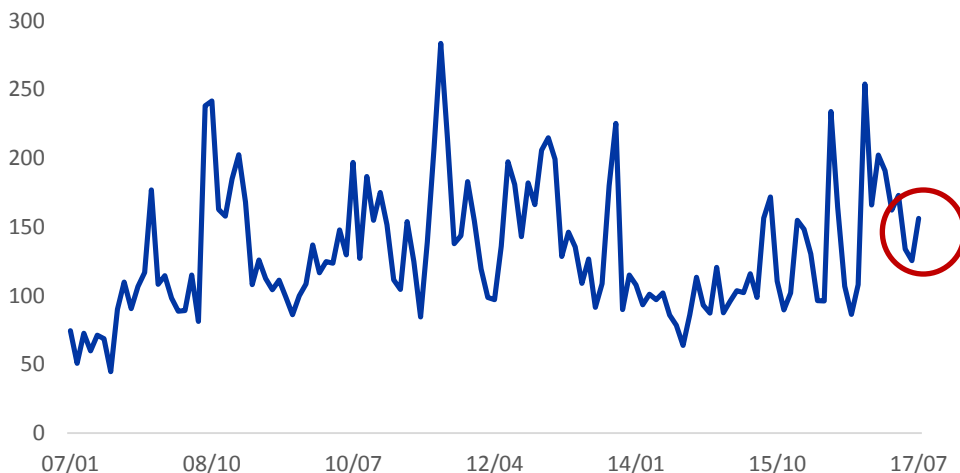
**白宫人事变动**：而美国白宫的内部派系斗争也在加剧，从白宫安全高级顾问弗林辞职开始，到司法部长塞申斯，再到白宫新闻秘书斯派塞，再到国务卿蒂勒森考虑辞职，最后到近期的特朗普提名国土安全部部长约翰凯利取代现任幕僚长普利巴斯，白宫高级人事变动之频繁反映出了特朗普当权下的混乱程度，内部分歧的持续加剧令特朗普政治不确定性放大；

**特朗普政策**：在特朗普上台之初，其本人以及市场对特朗普交易信心满满，认为医改、税改、基建刺激等一系列政策将顺利推进，美国经济也将因此大发展，事实上奥巴马医疗法案没能被废除，特朗普医改基本宣告失败、税改至少要延迟到明年、新财年财政预算尚未通过、联邦债务上限仍未解决，除了签署几个行政令，特朗普主张的政策一个都没有兑现，市场倍感失望；

上述三个主要的原因导致了 7 月美国政治不确定性指数的飙升，同时也是推涨贵金属的主要驱动之一。

图 7 美国政治不确定性指数

### 美国政治不确定性指数



数据来源：EPU、兴业期货研究咨询部

## 2.2、全球主要央行的态度

**被解读为鸽派的美联储：**与往常一样，美联储的表态主导了市场预期，7月中旬的耶伦半年度国会证词上，耶伦认为通胀确实存在不确定性，但压制通胀的暂时性因素将一一解除，同时认为目前应保持在中性低利率，联系到近期的通胀数据疲软，市场将其表态解读为鸽派；而在美联储7月议息会议后，美联储对于通胀疲软还将持续的表态令市场更加坚信其鸽派的态度；

受以上因素影响，市场对美联储再度加息的预期延后至12月，美元指数则在市场对通胀保持疲软预期的情况下一路下滑；

图 8 美国通胀持续疲弱

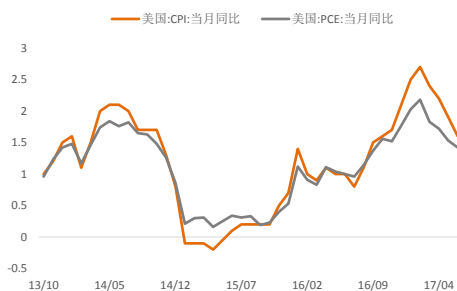


图 9 美元指数持续走低



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

**被解读为鹰派的欧央行：**虽然德拉吉在7月欧央行利率决议会议上按兵不动，同时也表示通胀仍低于欧央行目标，尚未达到需要迅速改变货币政策的地步，但鸽派的言论并未能阻止市场欧央行缩减购债规模的信心，事实上，近期欧元区数据频频向好令市场无视德拉吉的鸽派言论，认为经济数据向好必将迫使欧央行政策转向，这也令欧元持续大涨，同时给美元

指数带来额外压力。

图 10 欧元区通胀正向目标靠近

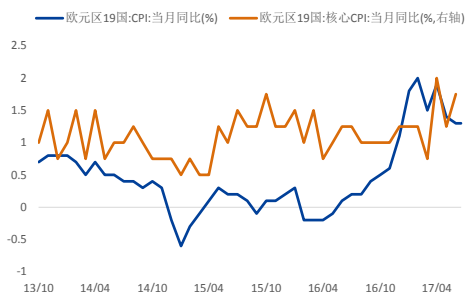
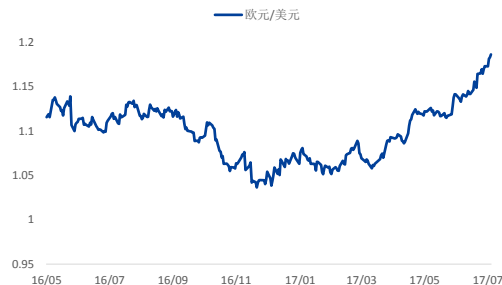


图 11 欧元/美元涨势惊人



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

特朗普政治及政策愈发不确定、美国通胀疲软令美联储表态被解读为鸽派、欧元区经济向好令投资者预期欧央行将转向，这三点是七月美元指数不断走低的主要因素，也是贵金属上涨的主要逻辑。

图 12 以美元计价的贵金属走高



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

### 3. 贵金属真的那么火热吗

首先要辨明本次贵金属的大幅上行是主动还是被动？主动上涨的背后是机构和一般投资者出于对贵金属的青睐而增加自身的金银资产配置比例，属于纯粹的买盘推动，是贵金属在低利率环境中资产配置价值的凸显；

而被动上涨，则意味着本轮上涨主要是因为空头离场，或者美元走低而导致，资产配置价值并没有提升。



应从两个方面的指标去辨明本轮上涨的动因，一是贵金属与其他资产收益的对比，二是投资者对贵金属的持仓变化。

首先来看以黄金为首的贵金属与其他传统资产的对比，通过横向对比，在7月7日至8月1日黄金涨幅最大的一个月中，Comex黄金上行5.1%，标普500上行2.09%，LME期铜上涨8.5%，WTI原油上涨11%，除5年期美债下滑8%以及真实收益率（TIPS）下滑超过一半以外，几乎所有传统投资资产均在上涨；

原油与铜涨幅更是远超贵金属，近期火热的科技股收益同样超黄金，所以说，在流火的七月，黄金白银与其他资产相比，并不是很有吸引力。

图 13 黄金与美股

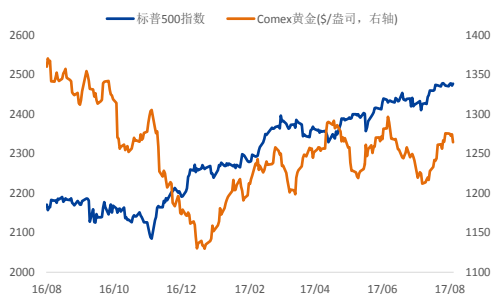
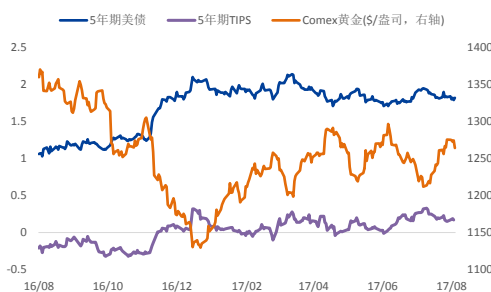


图 14 黄金与美债



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 15 黄金与工业金属

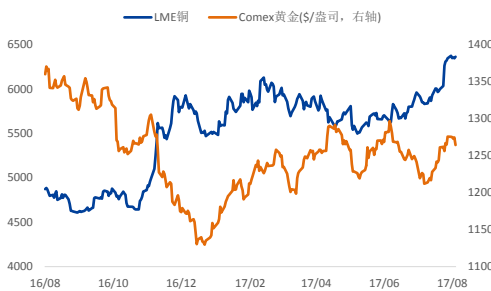
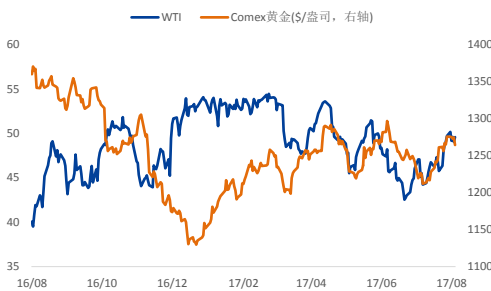


图 16 黄金与原油



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

再来从资产配置定量的角度看贵金属是否真的受到追捧，下图分别为 SPDR 黄金 ETF、SLV 白银 ETF、CFTC 黄金期货期权净多仓、CFTC 白银期货期权净多仓；

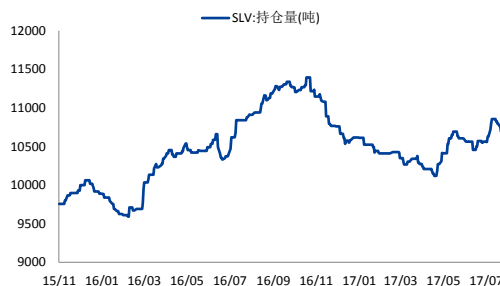
上文提及，最大的黄金实物 ETF 七月持仓下滑 60.62 吨，白银实物 ETF 七月持仓下滑 91.14 吨，代表投机情绪的 CFTC 持仓表现尚可，黄金净多回升 4638 手，而白银净多下滑 910 手，而从六月份开始至七月底，两者净多仓分别下滑了 7.47 万手与 9139 手；

实际上在黄金白银较为火爆的下半年伊始，整体的实物及投机持仓整体是在下滑的，结合以上的

图 17 SPDR 黄金实物持仓



图 18 SLV 白银实物持仓



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 19 CFTC 黄金衍生品持仓



图 20 CFTC 白银衍生品持仓



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

结合以上分析，我们可以得到结论，本轮贵金属上涨的因素一是特朗普的政治不确定性，二是主要央行的表态，而两者导致的美元指数的疲软才是令贵金属上涨的根本原因，而从大类资产配置的角度，不论是从资产回报来看，还是从持仓数量来看，都表明了实际上贵金属并没有得到资本的青睐，其在七月的上涨是较为被动的。

#### 4. 何来秋意浓？

绝大多数看空贵金属者的理由中，必定包括一条“全球央行的转向”或者“流动性的拐点”，而事实上从“被认为是鸽派”的美联储以及谨慎的欧央行的表态来看，似乎该预期并没有得到印证，而且特朗普方面的政治与政策之不确定性尚未解决，避险驱动有可能继续支撑贵金属，何来秋意浓一说？

## 4.1、特朗普之乱能否继续提振贵金属？

首先，并不否认特朗普的“通俄门”还将继续发酵，而其医改失败、税改延期，未来还将有令市场失望的地方，因此，避险情绪，或者说特朗普的不确定性对美元造成的压力，还将存在，也将继续成为贵金属的支撑点；

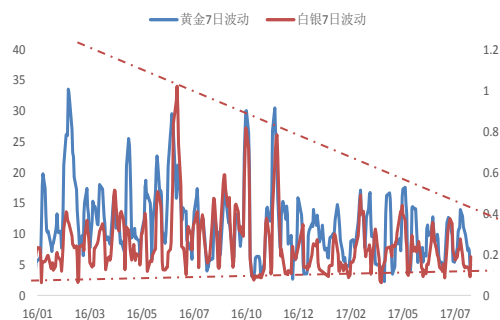
但特朗普的不确定性已大部分被计入贵金属价格预期中，其边际增量影响，或者说进一步的上行空间，十分有限，并且结合当前市场的低波动率特征来看，事实上市场对风险事件的敏感性正在不断下降，贵金属本身的波动也在降低；

因此，特朗普的不确定性还将继续成为影响贵金属的因素之一，但对其的影响程度，将会大大降低，换言之，其后续动能很有可能不足以支撑贵金属继续上涨。

图 21 VIX 的运行平台在不断下移



图 22 贵金属本身的波动也在降低



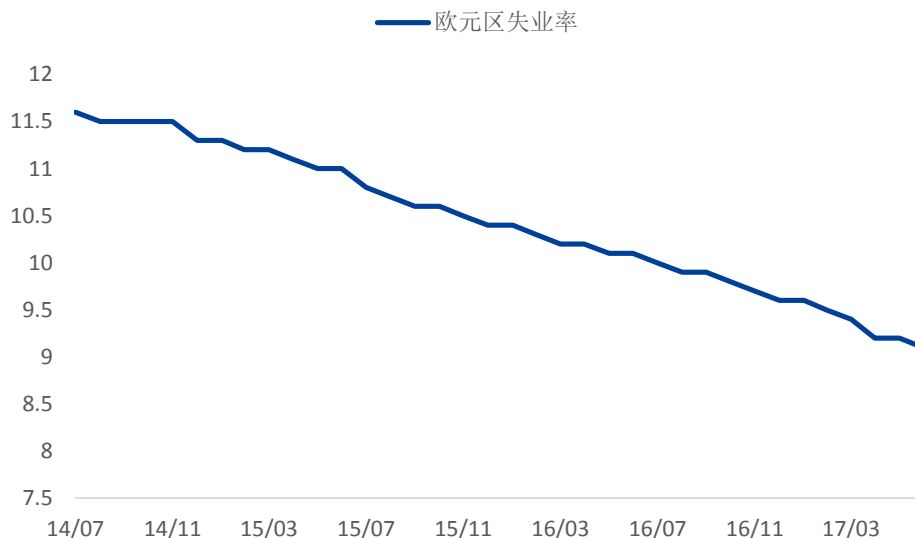
数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

## 4.2、贵金属的资产配置价值

贵金属，尤其黄金，本质上相当于一个零息债券，因此在其他资产回报较低的环境中，贵金属往往受到青睐，而在美联储已经步入加息、缩表周期、欧央行预期将缩减购债规模的如今，全球低利率的环境将难以持续下去；

市场目前对欧央行转向的预期较为充分，欧元区经济向好令投资者无视德拉吉的鸽派表态，欧元持续大涨，且德拉吉并未就此置评也被视为鹰派信号，可以认为，欧央行撤出宽松货币政策的动向初现端倪。

图 23 欧元区的自然失业率是市场预期欧央行转向的重要信心来源之一



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

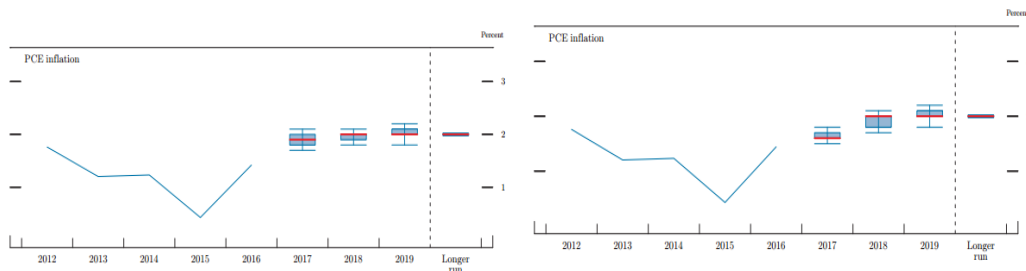
再来看被市场解读为鸽派的美联储，从耶伦的国会证词，到半年度货币政策陈述，再到近期的议息会议后的表态，市场紧抓耶伦对近期通胀疲软以及目前中性利率低位的表述，叠加美联储较此前下调的 2017 通胀预期，据此认为这将放慢美联储紧缩的步伐；

但事实上，耶伦确实多次提及此事，但也多次强调，压制中性利率的各项因素将随着美国经济的进一步发展而解除，尤其是短暂性因素引发的通胀疲弱，失业率的不断创新低，以及强劲的 GDP 数据是耶伦的信心来源；

而在美联储已经转向步入收紧货币政策通道的如今，其对未来的通胀预期仍旧相对乐观，目前的就业、GDP 经济数据等也将支撑美联储的预期，下一步随之上行的将会是长端的美债收益率。

图 24 去年 12 月美联储对通胀的预期

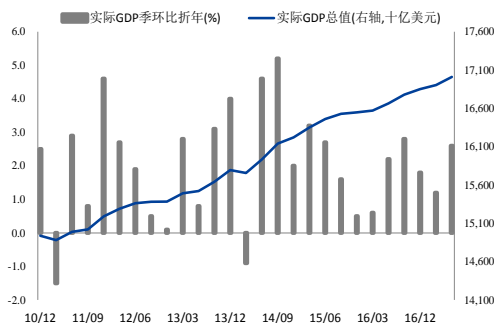
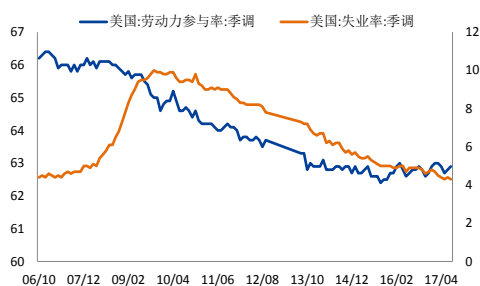
图 25 今年 3 月美联储对通胀的预期



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 26 不断创新低的失业率

图 27 强劲的美国 GDP

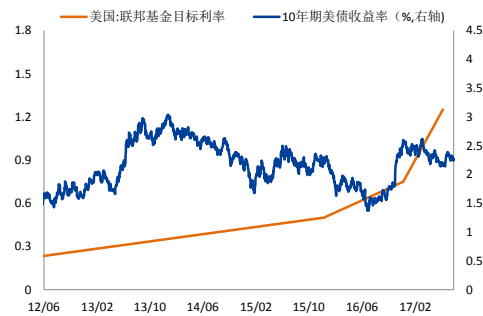
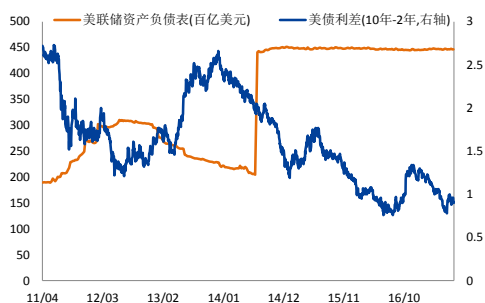


数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

在美联储缩表尽快启动的预期下,与之负相关的长短端美债利差有望扩大,即长端美债收益率增速将超短端,而在美联储已步入加息通道的背景下,长端美债收益率同样有望被推升。

图 28 缩表或令美债利差扩大

图 29 继续加息有望推升长端美债收益率



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

综上所述,在此前 7 月资产收益对比中,美股、商品、原油此处不作展开,但三者的资产配置价值的吸引力均不低于贵金属,而唯一收益为负的国债,也将全球低利率环境不再持续的背景下,由负转正,此处的核心原则即,在此环境中,作为零息债券的贵金属的资产配置价值将大打折扣。

### 4.3、美元指数何去何从？

7 月造成贵金属大涨的主要原因之一则是美元指数的疲软,而导致美元指数疲软的罪魁祸首之一,以特朗普为中心的美国政治及政策不确定性将继续成为压制美元的重要因素,而非美国国家货币政策的收紧也将继续导致美元指数的疲弱;

但从技术面指标看,由于美元指数进入超卖区间,而主要非美货币进入或靠近超买区,因此短期的技术面弱反弹或存;

而如若未来美联储释放鹰派信号,或者美国通胀数据好转,又或者特朗普之乱有所缓解,美元指数有望真正步入实质性反弹通道,因此支撑前期贵金属大涨的主要因素也存在一定的不确定性。

图 30 美元指数进入超卖区间



图 31 欧元进入超买区间



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 32 英镑靠近超买区间



图 33 日元靠近超买区间



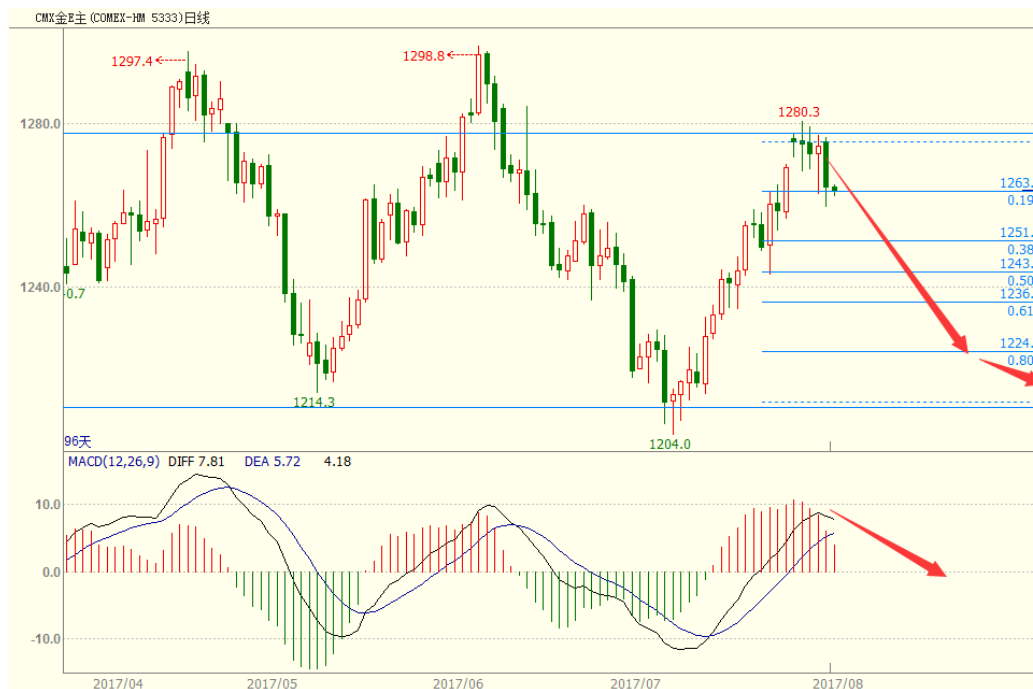
数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

## 5、策略建议

进入 8 月，黄金上方明确遇阻，预计在其他资产收益较高，且全球货币政策转向的情况下，债券收益率有望被推升，从而将令黄金的资产配置价值将大打折扣，资金的流失将成为贵金属的最大利空，而若美联储释放鹰派信号，且特朗普乱局缓解，黄金有望加速下跌，8 月份 Comex 黄金主力有望下探至 1220 美元/盎司；

而预计在接下来中国供给侧改革延续的情况下，工业金属将在三季度仍呈现整体偏强的走势，白银的工业品属性也将发挥作用，其跌势或缓于黄金，因此存在一定的金银比套利机会，

图 34 8 月黄金将遇阻下滑



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

而预计在接下来中国供给侧改革延续的情况下，工业金属将在三季度仍呈现整体偏强的走势，白银的工业品属性也将发挥作用，其跌势或缓于黄金，因此存在一定的金银比套利机会；

且从统计特征看，目前金银比位置在 78 附近，今年以来均值约为 72.4，目前位置距均值约 2 个标准差，做空金银比可行，预计有望回落至 74 左右。

图 35 目前金银比位置过高，存空金银比机会



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部



## 免责声明

负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司总部及分支机构

### 总部

地址：浙江省宁波市中山东路 796 号东航大厦 11 楼 邮编：315040

联系电话：0574-87716560

### 上海分公司

上海市浦电路 500 号上海期货大厦 1501A 室

联系电话：021—68401108

### 浙江分公司

宁波市中山东路 796 号东航大厦 11 楼

联系电话：0574-87703291

### 北京营业部

北京市朝阳区朝阳门北大街 20 号兴业银行大厦  
25 层

联系电话：010-69000863

### 广州营业部

广州市天河区天河路 101 号兴业银行大厦 8 楼 801  
自编 802 室

联系电话：020-38894240

### 杭州营业部

杭州市下城区庆春路 42 路兴业银行大厦 1002 室

联系电话：0571-85828718

### 福州营业部

福州市鼓楼区五四路 137 号信和广场 25 层 2501 室

联系电话：0591—88507863

### 南京营业部

江苏省南京市长江路 2 号兴业银行大厦 10 楼

联系电话：025-84766990

### 深圳营业部

深圳市福田区深南大道 4013 号兴业银行大厦 3A 层

联系电话：0755—33320775





温州营业部

温州市汤家桥路大自然家园 1 幢 1504 室

联系电话：0577—88980635

台州营业部

浙江省台州市椒江区云西路 399 号金茂中心 24 楼

联系电话：0576-88210778

济南营业部

济南市市中区纬二路 51 号山东商会大厦 A 座 23 层 2301-2 单元

联系电话：0531-86123800