

周报

# 黄金期货中线做空

2014年4月20日

## 贵金属周度报告20140414—20140420

### 黄金白银期货走势图



资料来源: WIND, 招商期货研究所

### 期货市场价格表

标的	04-11	04-18	涨跌
COMEXAU	1319	1293.9	-25.1
COMEXAG	19.9	19.6	-0.3
沪金 1406	263.1	262.7	-0.4
沪银 1406	4146	4151	5

资料来源: 文华财经, 招商期货研究所

### 历史报告

- 1、《贵金属仍有下行空间》2014-04-1
- 2、《短期技术反弹不改下跌趋势》2014-04-08
- 3、《贵金属等待反弹结束后的做空机会》2014-04-13

侯书锋

86-755-82766927

[housf@cmschina.com.cn](mailto:housf@cmschina.com.cn)

F0211284

Z0001540

### 本期投资策略:

投资标的	当期持仓	上期持仓	变化
沪金 1406	空单	空单	维持
沪银 1406	空仓	空仓	维持

### 本期观点:

- **美国 QE 退出中期利空黄金。**虽然美国房地产复苏放缓,但零售消费表现靓丽,汽车业销售的强劲增长成为美国经济复苏的新引擎。目前还有 550 亿的购债规模,按照每次议息会议至少削减 100 亿美元的节奏,完全可能在秋季前退出 QE。QE 的退出将阶段内利空黄金。
- **全球黄金供需过剩局面还将延续。**2014 年预计金饰品和金条需求将小幅下滑,预计 2014 年黄金供应过剩的局面还将扩大。2013 年黄金供需过剩 583.7 吨,大大超过 2012 年过剩量 29.9 吨,供需过剩将继续利空金价。
- **预计印度放松黄金进口限制力度不大。**目前印度正在举行大选,市场预计大选后的新政府可能将放松黄金的进口限制措施。但印度央行强调只会轻微放宽国内黄金市场的限制,如果放松的力度不大,对金价的支撑将会有限。
- **乌克兰危机对金价的支撑作用进一步减弱。**未来乌克兰国内局势还将继续动荡,但只要俄罗斯不采取军事行动,后市对黄金的影响将会大大削弱,例如叙利亚国内战争在后期对金价影响非常小。
- **5、6 月份贵金属下行压力增加。**今年影响贵金属的主线仍是美国经济稳定复苏和 QE 持续退出等中期利空因素,鉴于月底美联储议息必将削减购债规模,同时在 2014 年全球黄金供需过剩局面进一步扩大的大背景下,5、6 月份中国和印度黄金淡季消费会和美国 QE 退出一起双重打压金价,金价受压下行的概率较大。第一目标位下看 1200 美元。白银近期表现较强的抗跌性,目前国内白银价格相当于年初金价在 1200 美元的水平,因此短期下行动能有限。
- **投资建议: 黄金期货中线做空。**沪金期货 1412 合约在 260 元/克上方布局空单。

### 上海黄金交易所贵金属现货价格表

贵金属现货	04-11	04-18	涨跌	与上海贵金属期货升贴水
上海黄金 T+D	262.95	258.85	-4.1	0.6
上海白银 T+D	4129	4052	-77	-3

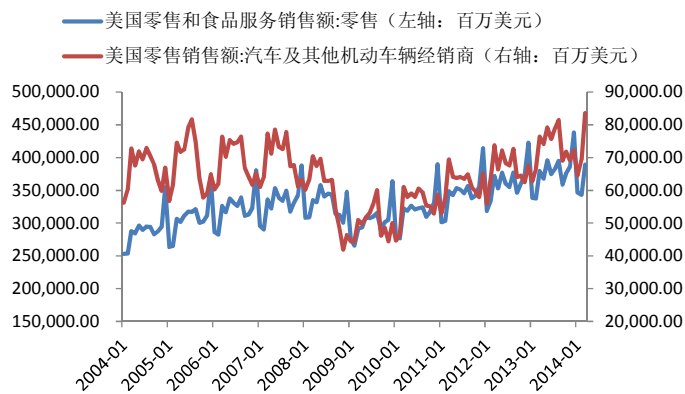
资料来源: 文华财经, 招商期货研究所

## 一、基本面—宏观、供需双重利空叠加

### 1. 美国 QE 退出中期利空黄金

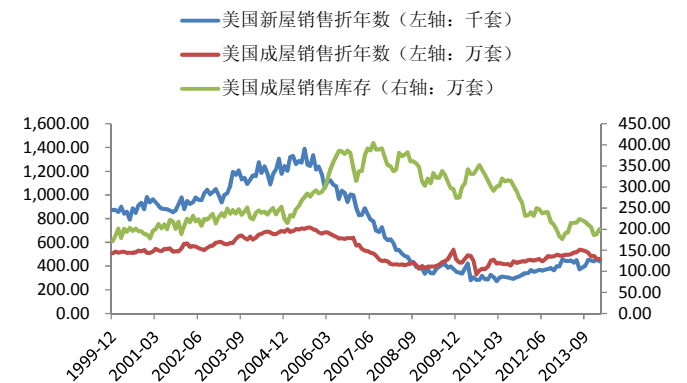
美国房地产价格自 2012 年 3 月触底后稳步反弹，房地产行业主导了美国经济的第一轮复苏。但今冬房地产市场受到严寒天气的冲击。虽然美国房地产复苏放缓，但零售消费表现靓丽，汽车业销售的强劲增长成为美国经济复苏的新引擎。随着美国房地产价格和股市走强，美国家庭资产负债表的改善促进了个人消费，从而有助于继续改善就业市场，提升工业产出，这预示着美国经济将在较长时间保持稳定增长。由此 QE 在秋季完全退出将是大概率事件。在秋季之前，美联储还有五次议息会议，目前还有 550 亿的购债规模，按照每次议息会议至少削减 100 亿美元的节奏，完全可能在秋季前退出 QE。QE 的退出将阶段内利空黄金。此外，随着美国经济持续好转，市场对美联储加息的预期将有所增强，这对黄金也是潜在利空因素。

图 1: 美国零售消费表现强劲



资料来源: WIND

图 2: 美国新屋和成屋销售近期下滑

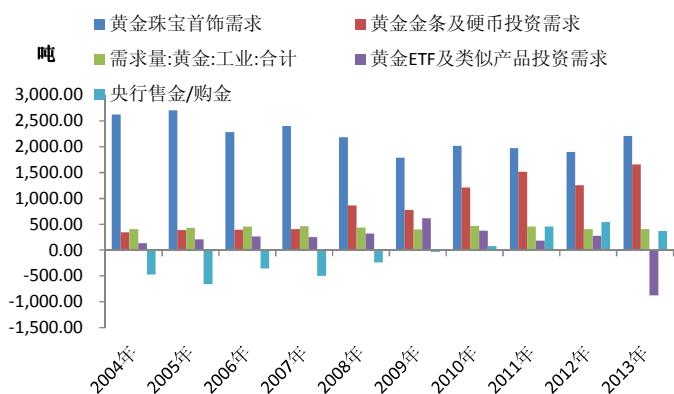


资料来源: WIND

### 2. 全球黄金供需过剩局面还将延续

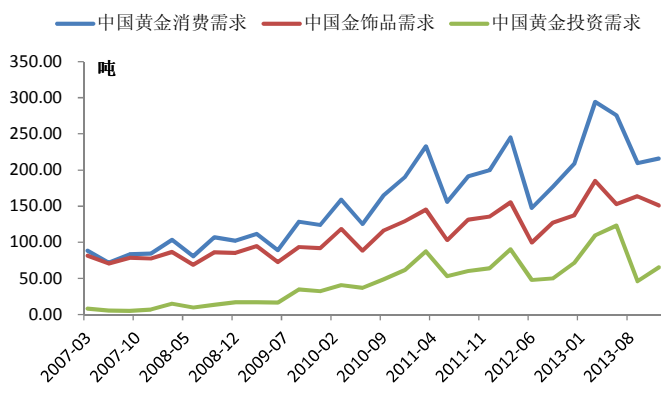
2013 年全球市场的疯狂购金提前预支了未来金饰品和金条金币需求，调研深圳珠宝行业发现，与去年 4 月份金价暴跌后国内黄金抢购风潮相比，今年中国消费者更为理性，体现了更强的季节性消费特征，难以再现去年淡季不淡的逆周期销售。预计今年春节过后金饰品和金条加工量较去年同比下滑 5%-10%。从历史数据看，排除 2013 年特殊情况，通常第二季度是中国黄金消费最淡的季节。因此，今年 5、6 月份，中国黄金消费进入低谷期将阶段利空黄金。2014 年预计金饰品和金条需求将小幅下滑，而黄金 ETF 持仓增加缓慢，工业需求稳定在 400-450 吨的水平，同时随着欧美出现金融危机可能性下降，央行增持黄金储备的意愿减弱。由此估算，2014 年黄金供应过剩的局面还将扩大，2013 年黄金供需过剩 583.7 吨，大大超过 2012 年过剩量 29.9 吨，供需过剩将继续利空金价。

图 3: 黄金各项需求年度变化



资料来源: WIND

图 4: 中国黄金需求

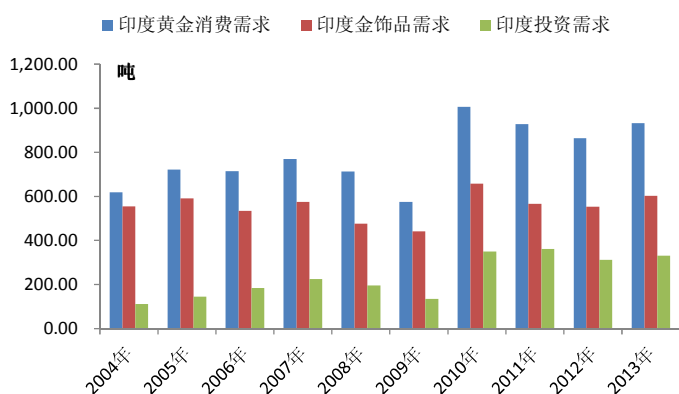


资料来源: WIND

### 3. 预计印度放松黄金进口限制力度不大

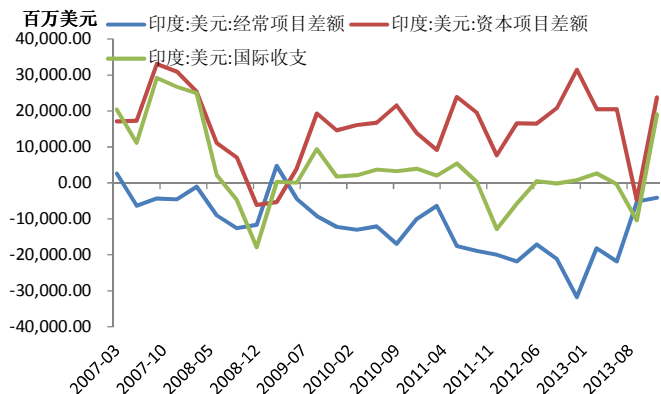
4 月初印度央行官员表示由于经常帐户赤字有所改善, 容许进一步放宽黄金进口限制。印度现行的黄金进口限制措施包括征收税项 10%, 以及规定进口的 20%黄金需要制成珠宝再出口。2013 年印度经常项目赤字 492 亿美元, 资本项目盈余 601 亿美元, 国际收支转变为盈余 110 亿美元, 而 2012 年, 印度经常项目赤字 918 亿美元, 同期国际收支赤字 46 亿美元。2013 年印度经常项目赤字减半为放松黄金进口限制创造了条件, 目前印度正在举行大选, 市场预计大选后的新政府可能将放松黄金的进口限制措施。但印度央行强调只会轻微放宽国内黄金市场的限制, 如果放松的力度不大, 对金价的支撑将会有限。

图 5: 印度黄金需求



资料来源: WIND

图 6: 2013 年印度国际收支显著改善



资料来源: WIND

### 4. 乌克兰危机对金价的支撑作用进一步减弱

乌克兰局势跌宕起伏, 克里米亚独立后, 引发乌克兰东部俄罗斯族聚居区的独立运动, 上周, 俄乌美欧盟四方就缓和乌克兰紧张局势达成初步协议, 令未来乌俄爆发军事冲突

的可能性进一步下降。从俄罗斯的态度看，对乌克兰东部地区的独立运动还是表现较为克制，多以经济手段来影响乌克兰。未来乌克兰国内局势还将继续动荡，但只要俄罗斯不采取军事行动，后市对黄金的影响将会大大削弱，例如叙利亚国内战争在后期对金价影响非常小。

## 二、操作建议—黄金中线做空

今年影响贵金属的主线仍是美国经济稳定复苏和 QE 持续退出等中期利空因素，鉴于月底美联储议息必将削减购债规模，同时在 2014 年全球黄金供需过剩局面进一步扩大的大背景下，5、6 月份中国和印度黄金淡季消费会和美国 QE 退出一起双重打压金价，金价受压下行的概率较大。第一目标位下看 1200 美元。白银近期表现较强的抗跌性，目前国内白银价格相当于年初金价在 1200 美元的水平，因此短期下行动能有限。操作上，建议沪金期货 1412 合约在 260 元/克上方布局空单。

表 1: 黄金基本面分类排序法

基本面影响因素	指标状态	影响评价
全球经济形势	欧美经济稳定复苏，美国经济数据向好	-1
欧美货币政策	月底美联储议息	-1
中国经济形势	短期经济刺激政策预期下降	0
全球通胀水平	全球通胀水平保持低水平	-1
地区政治局势	乌俄局势对黄金避险功能削弱	0
市场风险偏好	工业品重新走弱	-1
饰品需求	中印旺季消费	1
投资需求	ETF 持仓下降	-1
资金流向	CTFC 非商业基金净多头寸下降	-1
评价总和	-5	市场趋向 偏空市场

数据来源：招商期货研究所

表 2: 白银基本面分类排序法

基本面影响因素	指标状态	影响评价
全球经济形势	欧美经济稳定复苏	0
欧美货币政策	月底美联储议息	-1
中国经济形势	短期经济刺激政策预期下降	0
全球通胀水平	全球通胀水平保持低水平	-1
地区政治局势	乌俄局势对黄金避险功能削弱	0
市场风险偏好	工业品重新走弱	-1
黄金走势	黄金走弱	-1
工业需求	白银工业需求增长	1
库存变化	国内白银库存下降	1
资金流向	CTFC 非商业基金净多头寸下降	-1
评价总和	-3	市场趋向 偏空市场

数据来源：招商期货研究所

## 五、市场数据

### 1. 国外黄金白银期现走势

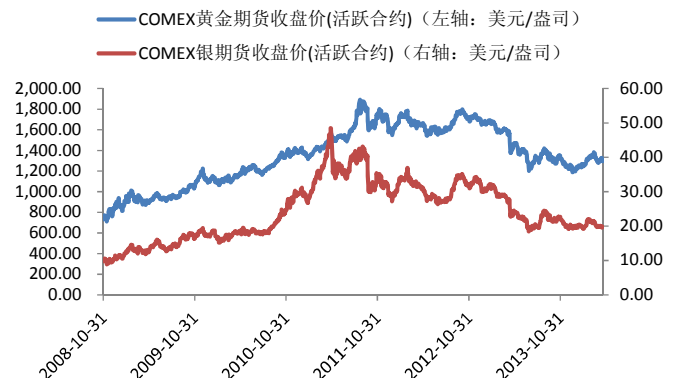
截止 2014 年 4 月 17 日，伦敦黄金下跌 19 美元或 1.44%，收于 1299 美元/盎司；伦敦白银下跌 0.47 美元或 2.3%，收于 19.62 美元/盎司。纽约黄金期货下跌 24.3 美元或 1.84%，收于 1294 美元/盎司；伦敦白银下跌 0.31 美元或 1.55%，收于 19.65 美元/盎司。

图 3：伦敦金银现货价格走势



资料来源：WIND

图 4：纽约金银期货价格走势



资料来源：WIND

### 2. 国内黄金白银期现走势

截止 2014 年 4 月 18 日，黄金期货下跌 4.55 元/克或 1.73%，收于 258.15 元/克；白银期货下跌 97 元/千克或 2.34%，收于 4051 元/千克。黄金 T+D 下跌 3.22 元/克或 1.22%，收于 259.16 元/克；白银 T+D 下跌 79 元/千克或 1.91%，收于 4050 元/千克。黄金白银现货跌幅小于期货。

图 3：上海金交所金银 T+D 价格走势



资料来源：WIND

图 4：上海期交所黄金白银期货价格走势



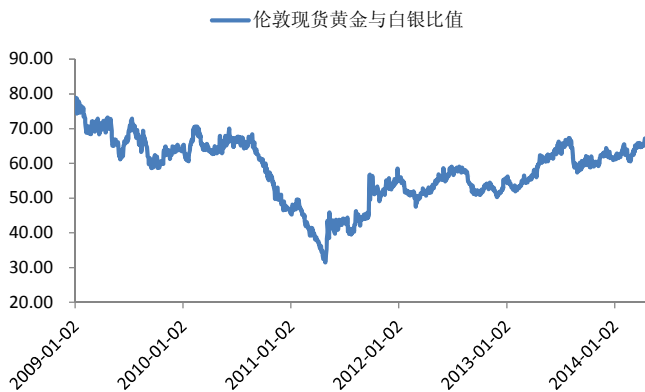
资料来源：WIND



### 3. 国内外黄金白银比值变化

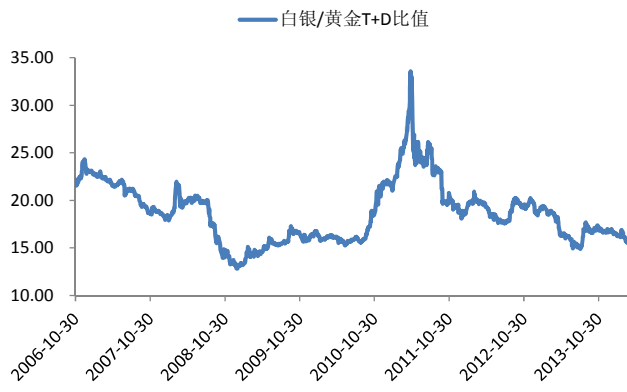
截止 2014 年 4 月 17 日，伦敦黄金/白银比值上升 0.6 至 66.21；截至 2014 年 4 月 18 日，白银/黄金 T+D 比值下降 0.11 至 15.63。国内外黄金白银比值呈现上升趋势。

图 3：国际金银比值走势



资料来源：WIND

图 4：白银黄金 T+D 比值走势

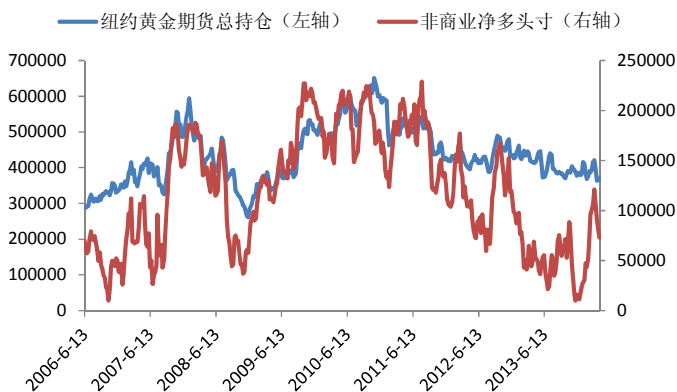


资料来源：WIND

### 4. 黄金市场资金流向监测

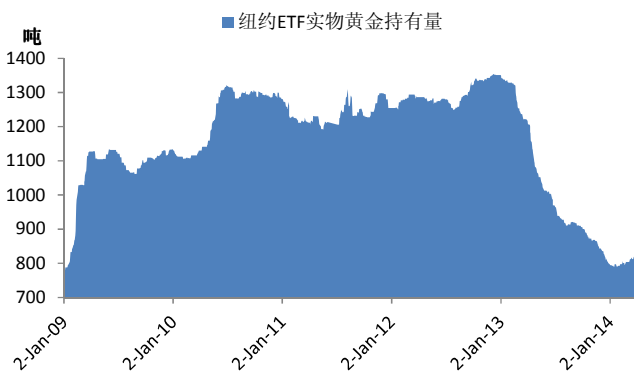
截止 2014 年 4 月 15 日，纽约黄金期货基金非商业净多头寸周环比减少 8537 手至 72990 手，总持仓增加 4177 手至 369577 手。数据显示多头减仓空头增仓，多头资金继续撤离。截至 4 月 17 日纽约黄金 ETF 持仓量较前一周减少 9.28 吨至 804.42 吨。

图 3：纽约期金基金非商业净多持仓增加



资料来源：WIND

图 4：纽约黄金 ETF 持仓下降

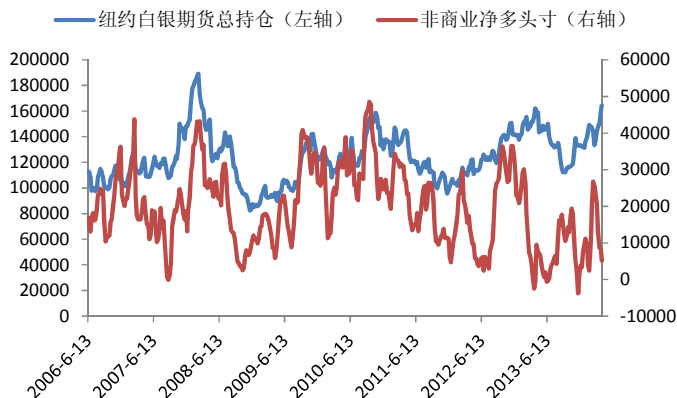


资料来源：WIND

### 5. 白银市场资金流向监测

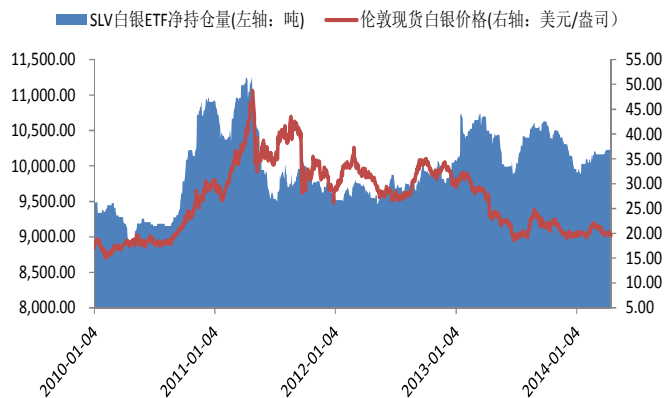
截止 2014 年 4 月 15 日，纽约白银期货基金非商业净多头寸周环比减少 3227 手至 5143 手，总持仓增加 4842 手至 164158 手，数据显示空头加快增仓步伐。截至 4 月 17 日，白银 ETF 实物持仓量周环比不变至 10228.97 吨。

图 5: 纽约期银基金非商业净多头寸下降



资料来源: WIND

图 6: 纽约黄金 ETF 持仓维持不变

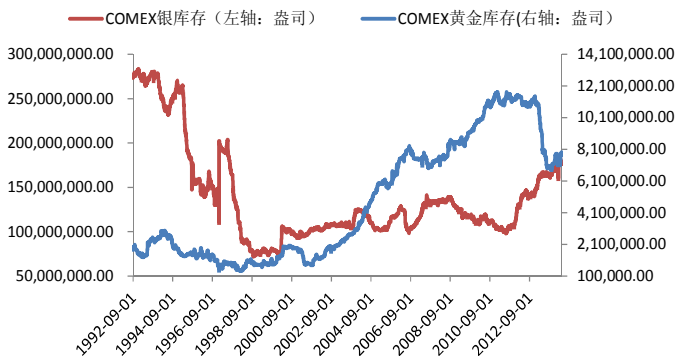


资料来源: WIND

## 6. 国内外黄金白银库存变化

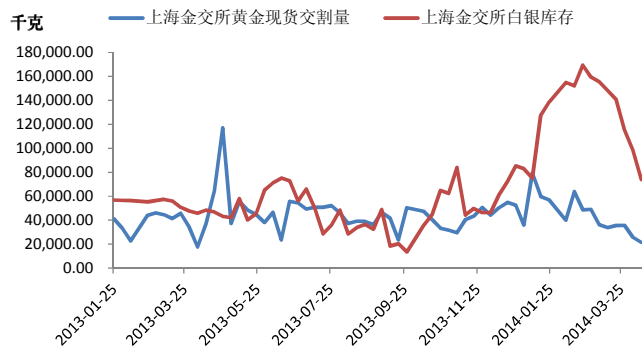
截止 2014 年 4 月 17 日, 纽约黄金期货库存周环比增加 158044.07 盎司至 7917588.035 盎司, 增加 2%; 纽约白银期货库存周环比减少 379840.27 盎司至 176793648.453 盎司, 减少 0.2%。截至 4 月 11 日金交所黄金交割量较为 21461.5 千克, 白银库存周环比减少 24600 千克至 73950 千克。国内白银库存大幅下降。

图 1: COMEX 黄金白银期货日库存变化



资料来源: WIND

图 2: 上海金交所黄金交割量和白银库存周变化



资料来源: WIND

## 研究员简介

侯书锋: 英国 BRUNEL 大学金融与投资专业硕士, 具有多年股指期货、黄金期货和钢材期货研究经验。曾荣获 2008 年度上海期货交易所最佳黄金分析师, 证券时报评选的第二、三、五届最佳黄金期货分析师称号。研究以宏观策略分析与技术分析相结合, 从全球金融市场多角度进行研究。为深圳电视台、财富天下财经节目的特邀嘉宾之一。拥有期货从业人员资格(证书编号: F0211284)和投资咨询资格(证书编号: Z0001540)。

## 重要声明

本报告由招商期货有限公司(以下简称“本公司”)编制。本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息, 但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述品种买卖的出价, 在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外, 本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载, 否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。