

2016年12月2日美黄金

研发中心

钱斌

研究员，期货执业证书编号：

F0286851

qianbin@dxqh.net

短期有反弹，震荡找底的12月

行情回溯

伦敦金自11月9日美国大选后从高点1337.34美元/盎司回落至11月25日低点1160美元/盎司，回落幅度13.2%，内盘1706合约回落9.2%，期间SPDR黄金ETF自高点949.68吨回落至885吨，回落幅度6.7%。伦敦银回落8.5%，1706白银合约回落9.06%。我们的观点是金价仍有可能继续回落，12月是开始筑底的月份。

这波金价自9月27日开始下跌，主要原因有两个，一、风险暂时被市场忘记，特朗普当选后市场对经济的乐观空前高涨，股市大幅回升，造成ETF大量流出；同时通胀以及经济数据自7月开始回升，9月数据普遍都超出市场预期，令金价加速下跌。二、印度限制大额纸币后可能造成黄金实物需求大幅回落。事实上，中国和印度的实物需求从今年3月份开始就十分疲软，根据升贴水数据，实物市场从10月后好转，但印度废除大额纸币的新闻以及中国将限制进口的传闻，令市场对逐渐好转的实物需求视而不见。

半年金价的判断：

短期而言，由于原油价格在去年1-2月是底部，通胀数据在今后的两个月可能继续回升（图2），在12月14日美联储议息会议后，市场仍有可能炒作3月加息。所以即使意大利事件，美联储加息后黄金反弹，即便反弹十分迅猛，3月前可能都很难看到趋势性行情。同时由于6月后，美原油已经回到了50美元/桶的平台，因此3月后通胀数据开始回落，6月的通胀数据可能会比较低，如果3月不加息，6月加息的可能性更小，因此3-6月份，可能是黄金震荡后保持趋势性上涨的时间窗口。

短期金价的判断

投资需求方面，由于外盘股价的接连不断创新高，高点不好判断，但是美股目前整体估值偏高，继续维持高估值需要业绩的支撑和修复，短期在估值不变的情况下，我们认为美股整体的上行空间不大。黄金ETF目前的数据显示，目前黄金相对于股市吸引力很低，ETF还是有继续流出的可能性。从11月9日至今，SPDR黄金ETF共流出85吨，截止12月2日ETF持仓870.21吨，对应前值的持仓是在6月1日，当时收盘价1212美元/盎司，前期ETF持仓低点是630吨，所以从绝对量上来说仍有留出空间；从ETF市值与股票市值的比例来看（图4），目前处于略低于3年均值的位置，下方也仍有留出空间。对应未来两个月若通胀和经济数据继续上行，ETF可能继续流出。

实物需求方面，中国和印度高升水，国内升水自10月底以来由1.8元/克涨至均值5.5元/克附近，若5元/克的高升水保持2-3周以上，对应进口量增量可能在60-80吨，印度也由贴水涨至升水。但目前的问题在于2点，第一，国内如此高的升水体现在实物端可能是金条，或者是国内ETF的购买，国内ETF的购买不需要实物持仓，因此如此高的升水对应进口量可能会低于往年预估水平。第二、以往来说，印度的升水数据与印度进口量及中国进口量保持高度一致性，这次升水虽然保持了一致性，但由于印度禁止大额纸币流通，印度一端的实物需求可能萎靡，就靠中国一条腿的进口量难以抵消ETF85吨的流出量，而且

ETF 仍有继续流出的可能性，因此实物需求总体来说目前还看不到可以抵消 ETF 的流出量。

短期仍利空因素提醒：

1. 传言中国可能限制进口量。
2. 传言印度禁止黄金进口。

风险事件列表

日期	事件
2016 年 12 月 4 日	意大利大选
2016 年 12 月 4 日	奥地利总统选举
2016 年 12 月 14 日	美联储议息会议
2017 年 2 月	德国总统选举
2017 年 3 月 15 日	荷兰大选
2017 年 3 月	英国启动第 50 条款
2017 年 4-5 月	法国总统选举
2017 年 5-6 月	匈牙利总统选举
2017 年 9 月	法国议会选举
2017 年 9 月	可能有加泰罗尼亚脱离公投
2017 年 10 月	德国联邦议会选举
2017 年 10 月	捷克大选

操作建议：短期可能有反弹，3 月前不看有趋势性行情

黄金的基本面仍然十分疲弱，但目前下跌幅度已经很大，且 12 月 4 日可能意大利会出问题，短期可能会有一波比较大的反弹，但从基本面，从 ETF 流出以及实物需求支撑来看，依旧看不到清晰的改善，因此 3 月前可能 1160-1250 美元/盎司震荡为主。

图 1：当周初请引领非农，就业市场依旧十分健康

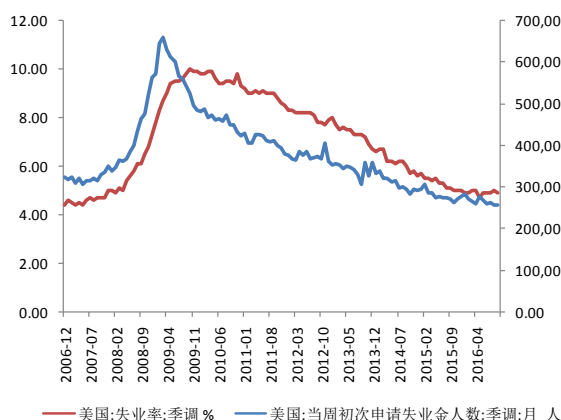
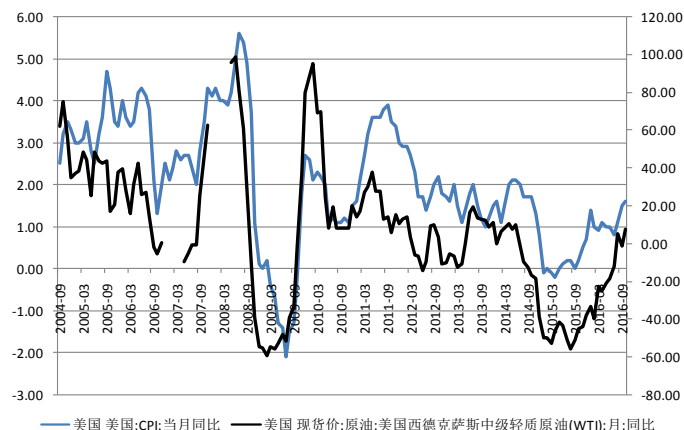


图 2：通胀反弹的高点可能在 2-3 月份



来源：Wind，东兴期货研发中心

图 3: 风险指数显示 ETF 仍可能继续流出

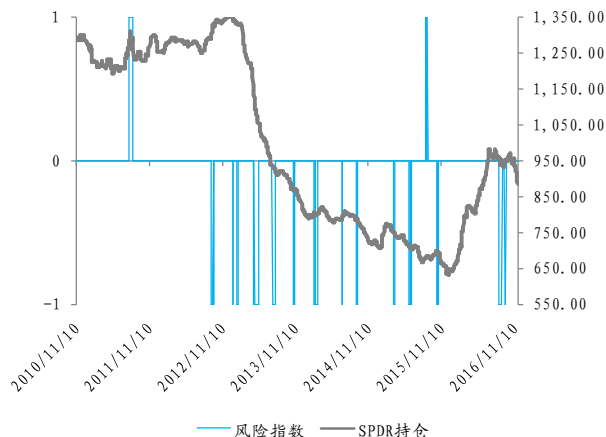
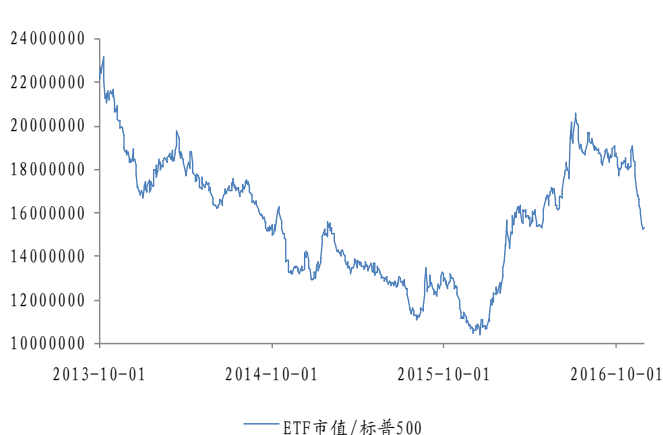


图 4: 从配比角度, 目前 ETF 市值与股市配略低于 3 年均值



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图 5 虽然国内升水大幅反弹, 但市场拿货的积极性并不高

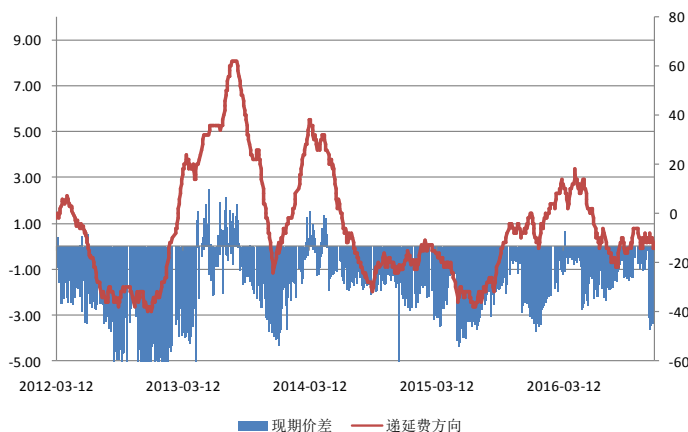


图 6: 从 9 月开始, 中国从香港转口数据增长

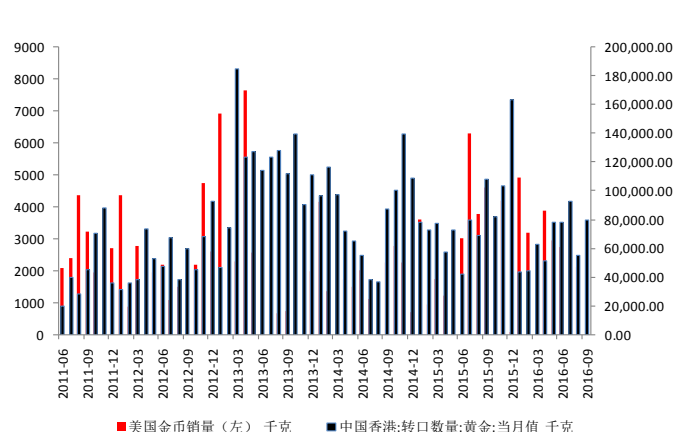


图 7 CFTC 净多持仓大幅降低

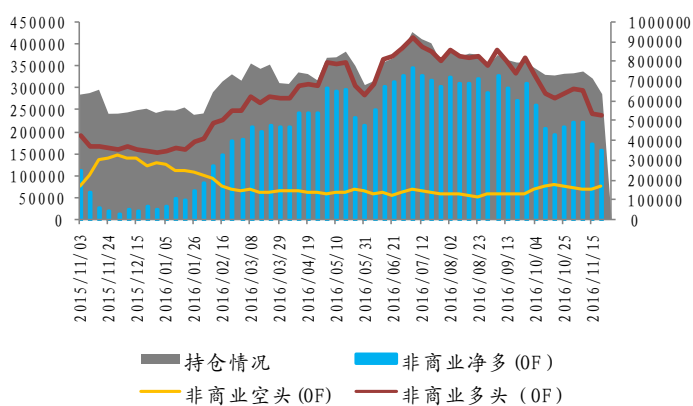
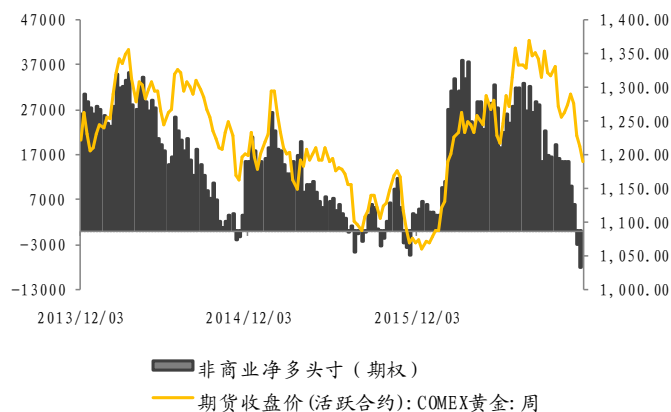


图 8 CFTC 期权净多持仓创历史新低



免责声明: 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“东兴期货研发中心”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。