

2016年4月报——胶着观望期,震荡反复为主

利多因素：

- 1、基金持仓维持在相对高位，对后市信心未消退。
- 2、美元及道指潜在下调要求或刺激短期避险情绪。
- 3、美联储4月份加息可能不大。

利空因素：

- 1、美经济数据较好，美联储年内加息可能依然存在。
- 2、市场避险情绪相对年初有所削弱。
- 3、非美地区竞相宽松的局面有所缓和。

中间因素：

- 1、金银比价仍维持在历史高值区域，潜在收缩可能。

观点：

金银期价年后上涨的根基发生了动摇，短期基本面呈现多空交织状态，暂时缺乏主导性题材，金银期价也因此陷入震荡胶着状态，预期四月份金银期价仍会延续这种反复震荡走势，白银因震荡沉寂时间较长，在高比价下变数略大。

操作思路及策略：

1、黄金上下空间有限，按宽幅区间对待，COMEX金下方支撑参考1190、1160，上方压力1280-1300；沪金1606支撑252、247，压力260、270，操作上区间内参考技术位高抛低吸短线为主。

2、白银暂时区间对待，等待方向选择，COMEX银参考区间14.6-16.2，沪银1606参考区间3300-3550，未打破区间前区间内高抛低吸短线交易，如向下破位不过于追空，向上突破可积极跟多。

3、基于金银高比价的套利机会方面，目前暂时观望。如果黄金再次向上靠近压力而无力突破，或白银出现向上突破，方可再次考虑“空金买银”的套利交易。

张中云 分析师

0816-2238660

倍特期货有限公司

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

回顾 3 月份国际国内的金银行情走势，表现为先扬后抑：黄金冲高回落，开年以来的涨势暂停，并转入回落调整；白银终究未能对中期下行通道形成有效突破，继续陷于通道之中呈区间震荡。对于后市的进一步走向，这里从以下几个方面来进行分析和探讨！

一. 基本面影响因素分析

1. 美联储内部关于加息的言论鸽、鹰倾向分化，4 月份加息可能低，但年内加息可能仍然存在。

今年开年后那一轮上涨的推动因素之一，就是美联储加息预期的弱化。但在 3 月份美联储利率会议按兵不动后，美联储内部关于加息的预期，开始出现了一些分歧：一方面，美联储主席耶伦在 3 月份的会议上称，“谨慎乃适宜之举，美联储利率可能会长期性地低位运行”。美联储季度经济预期报告也将 2016 年的预期加息次数从 2015 年 12 月 4 次下调为 2 次。接着，耶伦又在纽约经济俱乐部的演讲中表示，通胀前景已经变得更不确定，美国 2016 年迄今的经济数据“略微显得好坏不一”，加息尤其需要谨慎。但另一方面，其他一些美联储官员的言论却偏鹰派。旧金山联储主席 Williams 称，4 月与 6 月存在加息可能性，如果不是考虑到全球因素影响，美联储本可以更早加息；美国达拉斯联储主席 Kaplan 表示，美联储应当继续谨慎加息，加息将消除来自“过度宽松”的风险；美联储 FOMC 票委布拉德称，鉴于经济发展与预期一致，下一次加息可能不会太久；芝加哥联储主席 Evans 称，鉴于劳动力市场持续增长，可能在 6 月采取行动，美联储曾有在总统大选期间加息的经历。最新公布的美联储会议纪要则显示，四月加息可能不大，但内部分歧仍然存在。

在美联储官员的分歧中，再看最近的美国的经济数据（见图一），美国 3 月 ISM 制造业指数 51.8，远好于预期，且重回 50 荣枯线之上；美国 3 月 ISM 非制造业指数 54.5，结束了自去年 10 月份以来的下滑势头；美国 3 月非农就业人口变动 21.5 万，虽低于上月的 24.5 万，但仍维持在 20 万水平之上。

图一：美国 ISM 制造业、非制造业 PMI 及非农就业人数变动



数据来源：WIND 资讯

由此可见，美联储官员言论上鸽、鹰分化，不再像年初那样一边倒的偏向鸽派，让年后的这一轮上涨的支撑因素发生动摇。且近期一些重要经济数据优于预期，让年内加息可能继续存在，这将制约金银后市的进一步表现欲望。

2. 市场避险情绪虽未消除但有所缓和，暂时难以构成主导性支撑因素。

今年开年后金银上涨的另一个推动因素，就是全球金融市场动荡下的避险需求。从目前来看，整个市场的避险情绪有所缓和，主要表现有三方面：

一是，中国宏观经济数据未再恶化。3月中国官方制造业指数回到50荣枯线之上，财新制造业PMI及中国消费价格指数CPI也现出回升（见图二）。

图二：中国制造业PMI及CPI变动



数据来源：WIND 资讯

二是，从全球股指的表现来看，道琼斯工业指数短期反弹受压有结束可能，但经过一轮强势反弹后，形态上演变为高位宽幅区间震荡，所以深跌可能较小；上证在3月份延续了反弹势头，短期市场有企稳特征，（见图三），人气稳定。由此来看，国际国内股指在一定程度上已很难再激起强烈的避险需求。

图三：道琼工业及上证指数走势



数据来源：文华财经

三是，大宗商品方面，从CRB指数及原油来看，虽然短期反弹力度减弱，且技术上尚未有效扭转之前下行趋势，但在指标底背离的情况下，大宗商品再度大幅下挫的概率较小（见图四）。可以认为，大宗商品最坏的时候已经过去，大部分品种进入震荡筑底阶段，甚至有个别品种已展现出持续走强的星星之火。整个大宗市场人气仍相对偏暖，这也淡化了市场避险情绪。

图四：CRB 商品指数及原油走势



数据来源：文华财经

3、非美地区宽松货币政策的影响也在削弱。

欧洲央行在 3 月份的利率决议中，如市场预期一样，采取了进一步的宽松政策，包括同时下调主要再融资利率、隔夜存款利率、隔夜贷款利率；从 4 月份起扩大 QE 规模至每月 800 亿欧元；计划自 2016 年 6 月起推出新的为期四年的长期定向再融资操作。但在决议后的发言及最新的会议纪要中，欧央行行长德拉吉均表示，欧洲央行未看到任何进一步降息的必要性，基于当前评估不认为需要更多降息。这一表态为欧洲央行的宽松政策打上政策出尽的标签。

其非美国家方面，日本在 3 月的利率会议上宣布维持货币政策不变，准备用更多时间观察 1 月采取的负利率政策对经济的影响。同时决定免于对货币储备基金实行负利率，而是自 5 月起实施零利率。中国方面，目前处于宽松政策环境中，在目前 CPI、PMI 等主要经济指标及股市已经企稳的情况下，短期内无进一步出台宽松政策的预期。

总体来看，目前非美地区竞相宽松的局面有所缓和，持续的宽松政策后也让宽松政策的边际效用降低，“负利率”等宽松政策的对于金银支持作用在削弱。

4、美元短期弱势仍在延续，但下行空间或相对有限。

正是由于非美元地区竞相宽松的氛围有所缓和，加之短期内（4 月份）美联储加息的可能降低，美元走势暂时陷入调整。从美元指数的周线来看（见图五），周均线及技术指标 MACD 在死叉后继续形成下行开口，呈技术弱势，预示短期调整还将延续。但目前货币政策差异仍然存在，美元相对其他货币仍有比较优势，加之技术上美元指数下方面临去年 8 月份低点及 0.382 的回撤位支撑。因此，美元向下暂时看不到太大的空间，对金银的潜在支撑仅限于短期。

图五：美元指数周线走势



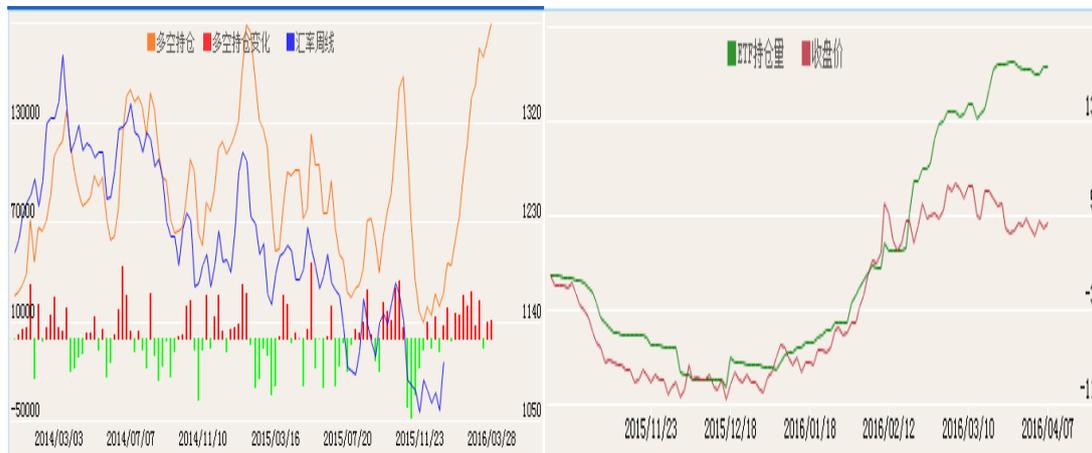
数据来源：文华财经

5、基金持仓仍维持在相对高位，对后市信心未见明显消退。

黄金方面,CFTC 公布的 COMEX 黄金非商业净多持仓继续创出新高(见图六);黄金 ETF 持仓也稳定在近两年多来的高位区 (见图七)。可见,目前基金对黄金信心仍然维持。

图六: CFTC 黄金非商业净多头寸变化

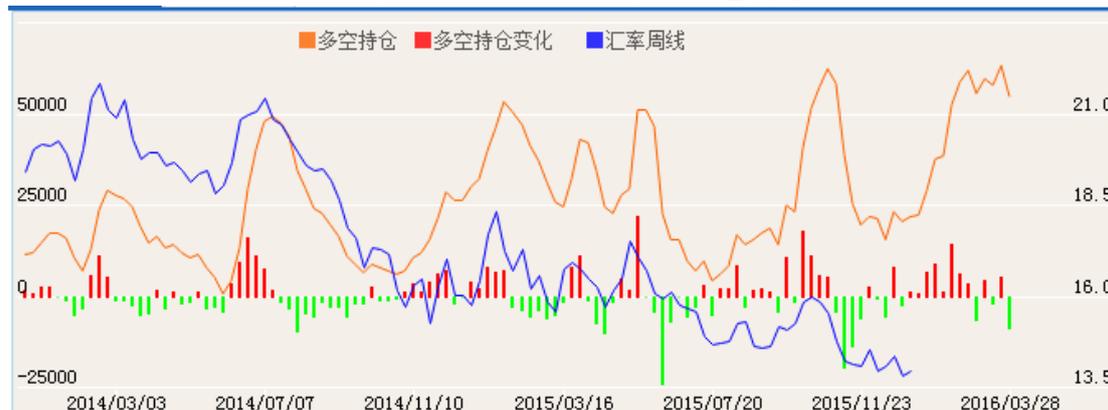
图七: 黄金 ETF 持仓量变化图



数据来源: 财库网

白银方面,从 CFTC 公布的 COMEX 白银非商业净多头的的数据变化来看,虽然目前净持仓的增长势头暂停,但仍维持近年来的相对高位,市场信心未见明显的消退(见图八)。

图八: CFTC 白银非商业持仓变化



数据来源: 财库网

6、其他方面的影响

一是,金银比价变化,3月份金银比价一度收缩至80下方,但月底又回升到81附近,目前,在黄金抗跌白银未形成向上突破的情况下,暂时没看到再度收缩迹象。但在高比价下,后市仍可以继续关注潜在的收缩可能。

二是,地区局势方面,3月下旬布鲁塞尔的恐怖袭击事件并未带来太大的冲击;美军在中国南海附近的扰动也不过是为大选造势;朝鲜的不安分也是老生常谈,不太可能引起地区局势的进一步恶化。因此,短期内预计不会有太大的区域性政治经济动荡。

二、技术图表分析

从 COMEX 黄金和沪金主力合约的周线图(见图九)看,黄金期价在3月份冲高受阻后回落,周K线以黄昏星形态形成一个小头部,短期周均线及MACD向

下勾头，年后的阶段上涨暂告一段落。但目前 MACD 尚处在 50 之上的强势区域，且期价仍处在近几年的宽幅震荡下行通道上轨之上，保持着对大的下行通道突破的有效性。技术上看，只要期价未完全回到之前的下行通道内，则 3 月份开始的回落调整就属于对下行通道突破后的回抽确认性质。从 COMEX 黄金的技术形态看，回抽确认是否有效，主要参考 1190-1160 这一带支撑能否有效守住，即 1190-1160 这一带是黄金阶段性强弱的分水岭！

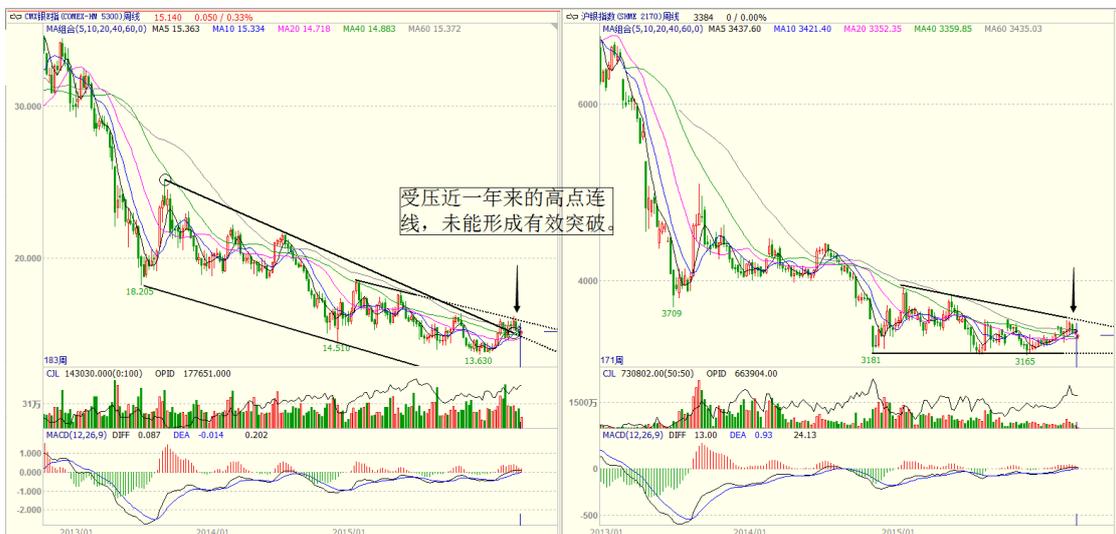
图九：COMEX 黄金及沪金主力周线图



数据来源：文华财经

从 COMEX 白银和沪银主力的周线图看（见图十），白银期价的上行明显受到了近一年来的震荡高点连线的压力，技术上未能形成有效突破，仍处在近一年来的大震荡区间内。但周均线开始走平并缠绕在一起，周 K 线演化为相对较小的横盘区间，后市的进一步走向取决于期价对小区间的突破方向。COMEX 银区间参考 14.6-16.2，沪银主力 1606 合约主要技术参考 3200-3300-3550。

图十：COMEX 白银和沪银主力周线图



数据来源：文华财经

六、后市展望与操作建议

从基本面看，美联储内部关于进一步加息言论取向分化，未再一边倒的偏向鸽派，加之市场避险情绪的缓和，让金银期价年后上涨的根基发生了动摇，并失去了持续走强的动能，且年内加息可能一直存在，仍构成金银上行的主要制约因素。但短期看，基金持仓信心的稳定及美元的短期弱势也牵制了金银期价下调空间。短期基本面呈现多空交织状态，暂时缺乏主导性题材，金银期价也陷入震荡胶着状态，预期四月份金银期价仍会延续这种反复震荡走势，白银因震荡沉寂时间较长，在高比价下变数略大。

操作策略：

1、黄金上下空间有限，按宽幅区间对待，COMEX 金下方支撑参考 1190、1160，上方压力 1280-1300，沪金 1606 支撑 252、247，压力 260、270，操作上区间内参考技术位高抛低吸短线为主。

2、白银暂时区间对待，后市关注方向选择，COMEX 银参考区间 14.6-16.2，沪银 1606 参考区间 3300-3550，未打破区间前区间内高抛低吸短线交易，如向下破位不过于追空，向上突破可积极跟多。

3、基于金银高比价的套利机会方面，目前暂时观望。如果黄金再次向上靠近压力而无力突破，或白银出现向上突破，方可再次考虑“空金买银”的套利交易。

2016 年 4 月 8 日