



多空交织，贵金属或先抑后扬

投资咨询研究部 李晓彬
电话：020-22827814

核心观点

- 美联储3月大概率采取加息行动，但市场已有较为充分的消化，警惕美元多头在预期兑现后获利了结。另外，欧央行的下一步动作值得留意。
- 美联储3月议息会议后，市场的焦点或短暂转向欧洲的政局不确定性，或再次激发避险情绪。
- 预计3月贵金属或先抑后扬，但恐难突破2月底高点。沪金1706合约运行区间关注266.8-281，月线级别止损8.5个点；沪银1706合约运行区间关注3970-4260，月线级别止损190个点；止盈宜大于2倍止损。



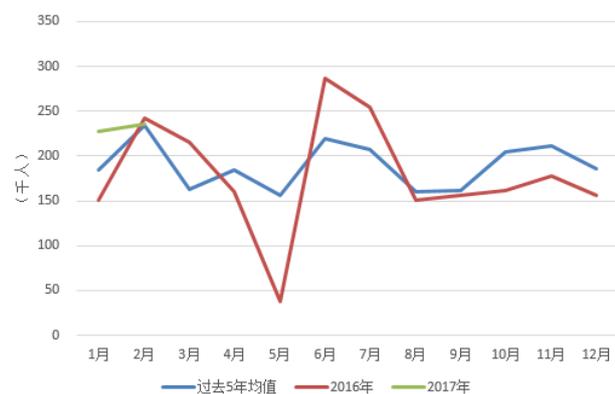
一、宽松货币政策有先后退出迹象

今年以来，美、欧、中等全球主要经济体的数据呈现出一定程度的同步复苏，伴随着通胀的抬头，各大央行均有准备退出原先过度宽松货币政策的迹象。

（一）美联储加息步伐或加快

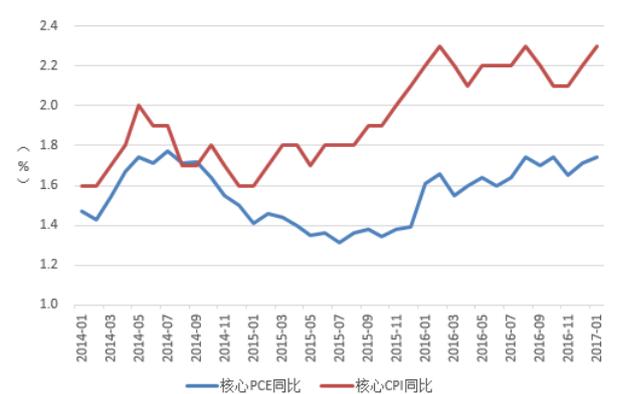
今年以来，美国的经济数据总体向好，呈现出较好的复苏态势。就业方面，美国2月新增非农就业人数23.5万，其中建筑业就业人数录得最近10年来最大增幅；失业率则降至4.7%；薪资增速虽没有非农就业增速那般火热，但也保持温和增长态势。通胀方面，截至2017年1月，美国核心CPI同比升至2.3%，核心PCE同比升至1.74%。良好的经济数据显示出高于趋势的增长迹象，从而让美联储加息的理由变得更加充分，美联储官员也自2月底便开始接连发表鹰派言论。

图1：美国新增非农就业人数



数据来源：美国劳工部，广金期货

图2：美国核心通胀数据



数据来源：美国经济分析局，美国劳工部，广金期货

图3：2016年影响黄金价格的主要事件



数据来源：美联储，广金期货

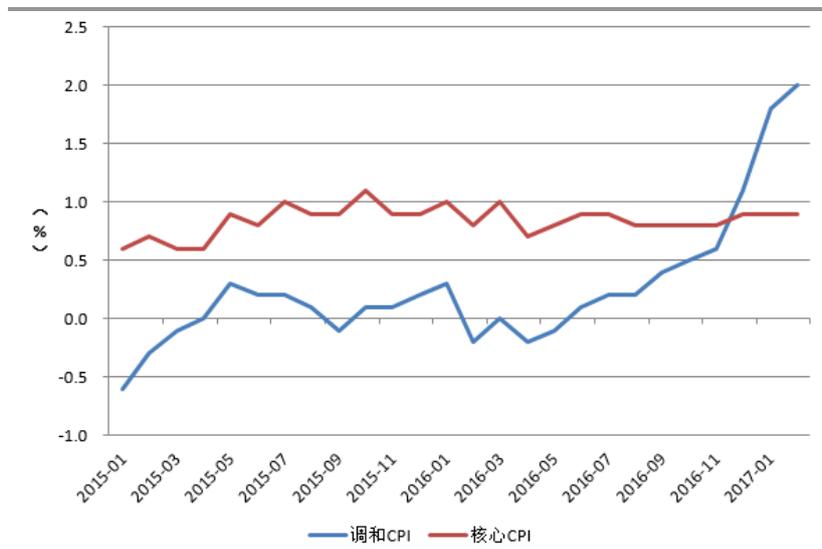
进入3月后，3个月期的美国国债收益率出现飙升，预示着3月加息概率大大增加。3月4日，美联储主席耶伦在芝加哥高管俱乐部就经济前景发表讲话时称，若经济发展一如预期，3月加息将是合适之举，同时也表示，宽松政策的取消不大可能像2015-2016年那样缓慢，今年加息步伐可能加快。副主席费希尔则对其同僚发表鹰派信息表示强烈支持，并称如果利率预期方面存在有意识的努力，他将加入。截至3月10日收盘，CME数据显示，市场预期3月加息概率为88.6%。

（二）欧央行比想象的要鹰派一些

欧央行在3月9日的利率决议中如市场预期维持三大基准利率不变，并继续保持800亿欧元/月的资产购买规模，不过行长德拉基的讲话偏鹰。德拉基称，风险平衡已有所改善，欧央行删除了使用所有工具来提振经济增长和通胀的说法。另外，欧央行虽未看到可持续的通胀调整并将维持QE直至通胀持续回升，但已上调了明年欧元区通胀和经济增长的预估值。

但实际上，欧央行似乎比市场想象的还要鹰派一些。据英美媒体援引知情者消息称，在3月的货币政策会议上，部分决策者主张在终结QE以前先上调目前处于历史低位的利率，只不过并未获得广泛支持。市场已开始预期欧央行淡出QE的路径，或像2014-2015年加息前的美联储，并有可能从6月起开始会有一些政策变化。此外，欧元区2月调和CPI同比升至2%，为4年来首次，这或让德国央行行长魏德曼等保守派人士有更多理由敦促欧央行加快缩减QE。

图4：欧元区通胀数据



数据来源：欧盟统计局，广金期货

宽松货币政策的退出，亦会对贵金属等资产形成一定的压制。除继续关注美联储释放的信号外，还需警惕欧央行的下一步动作。

二、欧洲的不稳定因素挥之不去

（一）民粹主义使得大选存在高度不确定性

荷兰大选将于3月15日拉开帷幕。目前，荷兰民调显示，在选举中较为占优的两大政党分别是现任荷兰首相 Rutte 所在的自由民主党（简称 VVD），以及由 Wilders 领衔的自由党（简称 PVV）。Wilders 宣称，若其领衔的自由党当政，将使荷兰脱欧，并禁止穆斯林国家的公民移民到荷兰。民调预计，Wilders 领衔的自由党有望通过本次大选成为荷兰最大政党。不过，目前来看，自由党即便能够成为最大的政党，也较难组阁形成政府，因为目前几乎所有有希望获得议席的政党都表示，不希望与自由党合作。

考虑到荷兰大选是今年欧洲一系列大选中的首个，若民粹主义政党获胜，其释放出的信号作用将是巨大的，随后的法国大选、德国大选乃至意大利大选也将深受其影响。

法国方面，最新民调预计，支持脱欧的勒庞在法国总统大选首轮的支持率依旧领先，进入第二轮后期支持率虽暂未超过竞争对手，但已较上期有所提升。德国方面，现任总理默克尔所在的基民盟支持率已不具领先优势，或难完成4连任。

（二）希腊债务问题迟迟未得根治

2月中旬以来，就希腊需要推行何种改革、实现何种财政目标，IMF 和以德国为首的欧洲债权人存在明显分歧。IMF 认为希腊年度预算盈余仅能达到 GDP 的 1.5%，希腊债务需要进一步减记；而德国预计希腊未来几年预算盈余占比可达 3.5%，不应进行债务减记，德国财长甚至称，如果削减债务，希腊必须退出欧元区。

希腊需要在今年第三季结束前，拿到 860 亿欧元纾困计划的新一笔援助，以偿付到期债务。2月20日，希腊及其国际贷款人达成一致，由专家团队拟定关于希腊养老金、所得税和就业市场的改革计划。若完成这些改革计划，希腊就有资格获得更多低成本贷款援助。希腊债权人将在3月20日就评估结果给出反馈意见，但最终能否就新的纾困达成一致，怕是会受到法、德选举结果的影响。而“三驾马车”（欧盟委员会、欧洲央行和国际货币基金组织）和希腊就“提供进一步的资金支持”这一问题仍持续对峙，引发了市场对希腊退欧的担忧。

（三）英国退欧程序启动在即

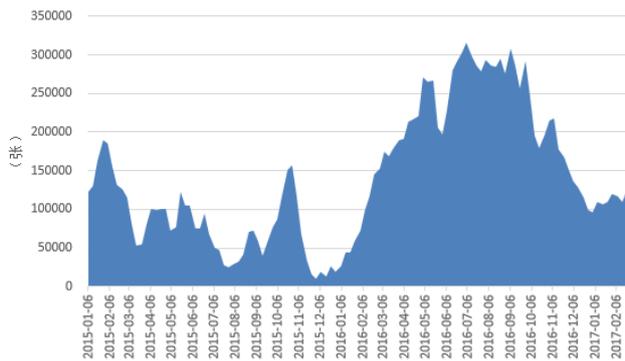
3月10日，在布鲁塞尔举行的27国欧盟领导人会议上，各国领导人被告知，英国最早可能在3月14日启动退欧谈判，欧盟准备于4月6日在布鲁塞尔举行的会议上回应英国启动谈判的正式通知。启动正式的退欧法律程序后，英国将在未来两年内就退欧于各方进行谈判。但英国真正启动退欧，接下来对英国、欧盟乃至全球，究竟还会带来怎样的冲击，目前难以预判。

在巨大的不确定性前，避险情绪仍在，而这也可能会制约各大央行退出宽松的步伐，贵金属尚有支撑。

三、持仓状况

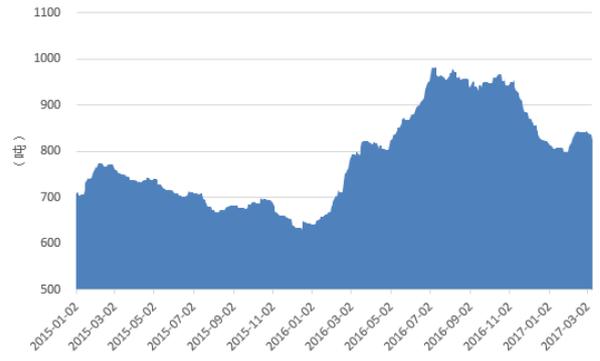
持仓方面，随着美联储3月议息会议的临近，贵金属ETF持仓有所下降。截至2月28日，COMEX黄金的非商业净多头持仓为163,798张，较1月底增加37.47%。不过截至3月10日，SPDR黄金ETF持仓量从3月初的845.32吨下降至825.22吨，减少2.78%。

图5: COMEX黄金非商业净多头持仓



数据来源: CFTC, 广金期货

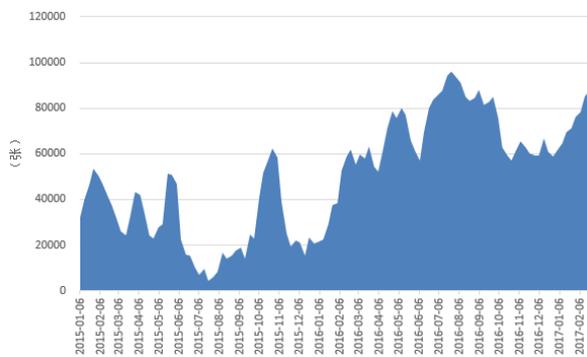
图6: SPDR黄金ETF持仓量



数据来源: SPDR, 广金期货

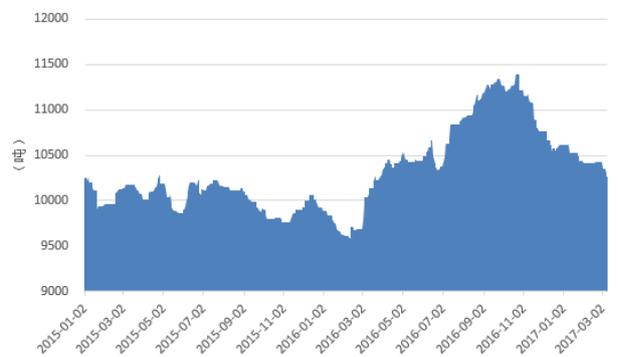
同样的，截至2月28日，COMEX白银的非商业净多头持仓为95,423张，较1月底增加25.6%。不过截至3月10日，iShares Silver Trust白银ETF持仓量从3月初的10,428.42吨下降至10,268.39吨，减少1.53%。

图7: COMEX白银非商业净多头持仓



数据来源: CFTC, 广金期货

图8: SLV白银ETF持仓量



数据来源: iShares Silver Trust, 广金期货

贵金属ETF持仓的下降，显示出多头有暂时回避强势美元的意向，后续需要关注的是3月加息兑现后，多头是否会卷土重来。

四、后市展望

美联储3月大概率采取加息行动，但市场已有较为充分的消化，警惕美元多头在预期兑现后获利了结。此外，欧央行释放出偏鹰信号，其下一步动作值得留意。美联储3月议息会议之后，市场的焦点或短暂转向欧洲的政局不确定性，或再次激发市场的避险情绪。预计3月黄金走势或先抑后扬，但恐难突破2月底高点。



沪金 1706 合约运行区间关注 266.8-281，月线级别止损 8.5 个点，止盈宜大于 2 倍止损。
沪银 1706 合约运行区间关注 3970-4260，月线级别止损 190 个点，止盈宜大于 2 倍止损。

五、风险提示

美联储加息步伐超乎市场预期，但也警惕其国内外因素的干扰。
特朗普的财政刺激政策悬而未决。
欧洲民粹主义进一步发酵。
希腊债务危机卷土重来。

免责声明：

本报告中所引用的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的完整性和准确性不做任何保证，也不保证所载的信息与建议不会发生任何改变。我公司力求保证研究报告的客观性和公正性，但报告中的观点、结论与建议仅供参考，报告中出现的信息或建议并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策均与本公司和作者无关。本报告版权仅为广州金控期货有限公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式刊载或转发。