

报告要点

黄金专刊

长期看美国经济有所改观，欧元区经济面临压力，欧洲央行退出宽松如不及预期将推升美元。美元 CFTC 基金净多目前已经接近历史区间下沿，对于美元是一个利多的信号。个人倾向美国经济复将进一步延续，美元终将重回加息通道，这将构成美元宏观强势支撑。符合技术上对美元 C5 浪上涨的预期以及对美黄金目前为反弹走势的判断。

基于上述观点，贵金属维持**反弹**的观点。短期黄金利空压力不大，黄金驱动指标偏多，短期技术上美黄金如能有效突破 1380 美元一线的压力，美黄金月图反弹 C 浪的观点将确认。

但基本面需要警惕旺季向淡季转换的过渡期，对金价形成压力。另外朝鲜局势的发展或为黄金上涨的潜在动力。

国元期货投资咨询部

作者

姓名：赵霄

邮箱：1033775225@qq.com

电话：010-84555191

从业资格号：F3010307

投资咨询从业证书号：Z0011119

发布日期：2017 年 9 月 11 日

全国统一客服

400-8888-218

网址

www.guoyuanqh.com

一、美元

中长期美元指数对中长期金价走势有着极其重要的影响。如果美元就此宏观见顶，金价则可能开启新一轮大牛市。而如果美元还将延续宏观牛市，金价中长期走势也必然坎坷，即便不会大幅下跌，也不会有大机会。

1、美元走势回顾

2017年1月至今美元指数呈明显下行趋势。1月，去年年底加息利好逐渐淡去，特朗普的政策也不及市场预期，美元震荡走弱。进入二月，美联储官员言论偏鹰派，美联储在3月会议上加息的预期走强，美元也受到提振震荡反弹，但仍然未达到去年年底的高点。随着3月加息的落地，美元不涨反跌，欧元区经济数据表现出色继续打压美元走弱。4月，在朝鲜地缘紧张的刺激下，美元和黄金出现同步的上涨。5月，虽然美联储加息预期不断走高，但美国经济数据不佳以及特朗普施政受挫仍然拖累美元指数。6月议息会议上，美联储鹰派加息并公布缩表计划美元短暂反弹后再度下跌。7月，美国经济特别是通胀持续偏弱，欧元区与美国经济表现分化，加之特朗普施政频频遇阻，耶伦转向鸽派，美联储加息预期减弱，给美元带来持续下行压力。8月，美联储会议纪要显示对加息存在分歧，市场预期12月加息概率走低，特朗普在美国国内的麻烦不断，导致美元持续承压创出年内新低。

图1：美元指数日图2017年1月1日至9月6日



2、美联储加息步伐放缓

最新公布的美联储7月货币政策会议纪要显示，美联储官员就今年内开启缩表达成共识，但对通胀是否会持续疲软下行的看法不一，对年底前是否再加息一次也存在分歧。绝大多数联储官员预中会在下次会议宣布缩表，其中许多官员认为会相对温和地缩表。但美联储官员对加息路径存在严重分歧。一些联储官员认为当前的通胀水平不能支持加息。美联储在当前情况下有能力耐心等待。而鹰派的联储官员担心，已达到充分就业的劳动力市场或出现过热迹象，未来还会进一步趋紧。当前失业率4.3%已经低于联储设定的长期自然失业率，放缓升息步伐，可能会导致美联储偏离其就业目标，并导致金融不稳定。从加息概率来看，偏鸽派的美联储会议纪要也让12月的加息概率走低，目前12月的加息概率只有35%。

3、预计缩表对市场影响较为有限

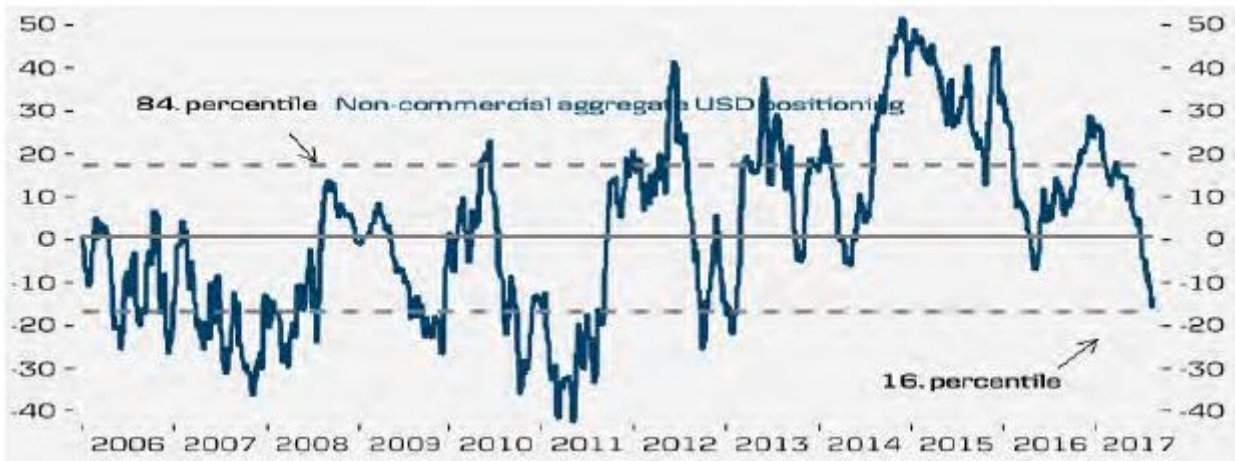
由于市场对美联储9月缩表预期相当充分，预计缩表对市场影响较为有限。美联储在6月的政策会议上公布了“缩表”的细节，与市场做了充分沟通。缩表初期的规模很小，起初每月仅缩减60亿美元国债、40亿美元MBS，市场预计对金融市场造成显著冲击。

4、美元指数或接近阶段性底部

市场投资机构目前认为特朗普所陷入的个人危机，反而强化了国会共和党人的紧迫感，或能让他们搁置分歧，在9月份尽快完成各项财政谈判。美国众议院议长瑞安称，“税改”过关的难度比医改要低，年内完成税改表决是势在必行。除了减税中划之外，美国国会在9月还必要闯过“债务上限”和“批准新预算协议”这两道关卡，无论其中哪一项失败，都会重挫经济和金融市场信心。

从下图CFTC基金净多来看，今年以来美元合计净多与美元指数表现高度一致，均呈现单边下行走势。美元合计净多在由净多转为净空后仍然持续走低，目前已经降至历史偏低水平。历史上，只有16%的时间美元基金净多是低于当前水平的。基金净多在接近历史区间极值附近有反向指标的意义，所以需要警惕美元指数下跌到位后的而反弹。

图2：美元CFTC合中基金净多持仓



5、美元指数技术分析

图3：美元指数月图



如上图所示，认为目前美元指数的走势是针对此前121.02-70.68（2001年6月-2008年3月）下跌阶段的反弹结构，当前运行在反弹结构的C4浪当中。预期C4浪在91.919-90区间结束，90一线是强支撑，短期C4浪在何处结束是市场关注焦点，C4浪结束后倾向走C5浪。

6、欧元反弹见顶对美元大四浪调整见底的进一步印证

作为在美元指数构成中，权重高达57.6%的欧元，其市场波动无疑对美元指数有决定性意义。2008年以后，欧元熊市中的几个反弹1.233-1.5145、1.1874-1.494、1.2041-1.3993，反弹幅度基本都在20%左右。目前C4浪反弹幅度也接近20%，且触及60月均线压力，是否基本意味着欧元反弹已接近极限？

就对冲基金在欧元期货市场中的多、空、净持仓分布来看，净持仓已基本处于2008年以来的绝对顶部区域（相较于2007年还有2万手差距）。而多头持仓已不断刷新了历史纪录至20万手上方。基金对做多欧元的能量，或已接近极限。2015年3月至今的走势呈明显的反结构走势。如下图所示：

图4：欧元兑美元走势月图



二、朝鲜局势或为黄金上涨的潜在动力

近期受美韩、美日联合军演消息的影响，投资者再度担心此前稍有缓和的东北亚局势会再掀波澜。虽然各方目前都保持了克制的态度，但美国当前通过经济和政治手段向朝鲜施压收效甚微。俄罗斯总统普京在金砖国家领导人厦门会晤结束后的记者会上对朝鲜发展核武器计划表明看法“对朝鲜制裁没用，朝鲜宁愿吃草，也不会放弃核计划。” 普京认为，朝鲜只有感到自身安全，才会放弃核武器。朝鲜不会在制裁施压下放弃研制核武器。

总体来看，朝鲜在双方的博弈中占据优势。朝鲜短期克制主要目的仍是未来为继续发展洲际导弹以及发展核武器争取时间。

美国太平洋舰队司令哈里斯表示，尽管对朝鲜发起可能的先发制人打击仍在考虑范围之内，但是通过外交层面来应对朝鲜导弹威胁还是更为重要的选项。美国国务卿蒂勒森也称朝鲜近日确实在其核项目上保持了“克制”。预计未来不按常中出牌的朝鲜仍将继续不断挑起

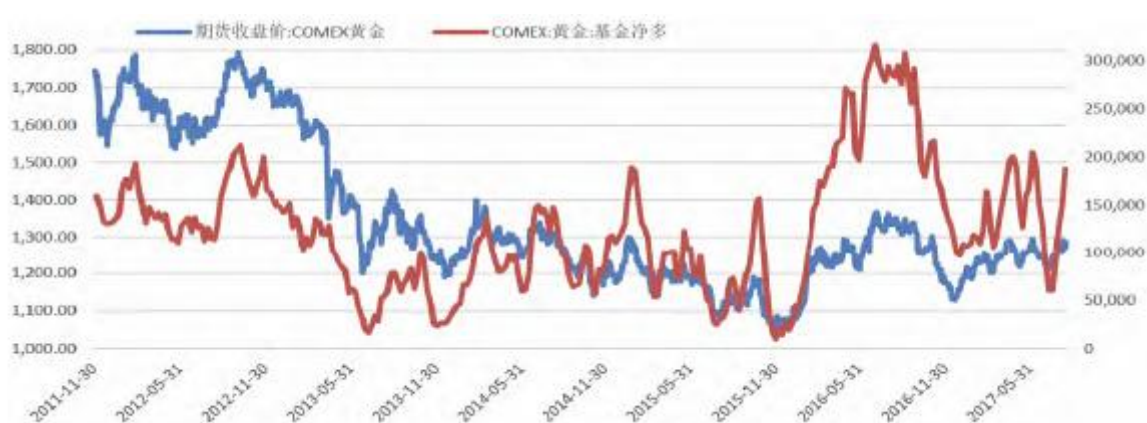
地区紧张的神经。受此影响，市场避险情绪可能会有脉冲式走高。

三、黄金驱动指标

1、CFTC 黄金基金净持仓

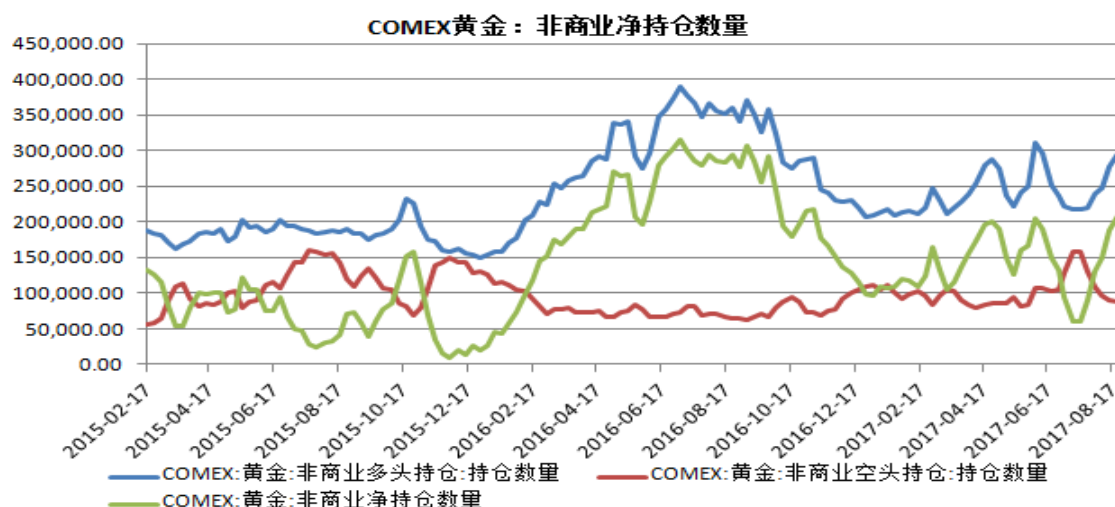
从黄金主要驱动指标来看，CFTC 黄金基金净多持续增加，上周增加38897 手，目前已经升至187734手。CFTC 基金净多已经回归到历史区间的偏低水平，驱动偏多。

图4：黄金与 CFTC 基金净多



而非商业净持仓数量也连续6周增加，上周增加22609手至231047手。偏多。

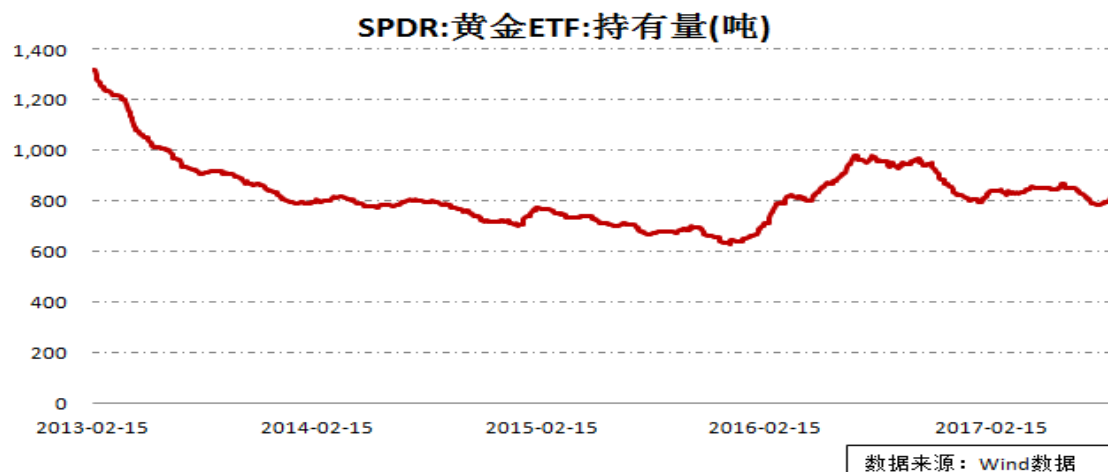
图5：CFTC非商业净持仓数量



2、黄金ETF持仓

黄金 ETF 持仓9月31日当周增加12.4 吨，至799.3 吨，略偏多。

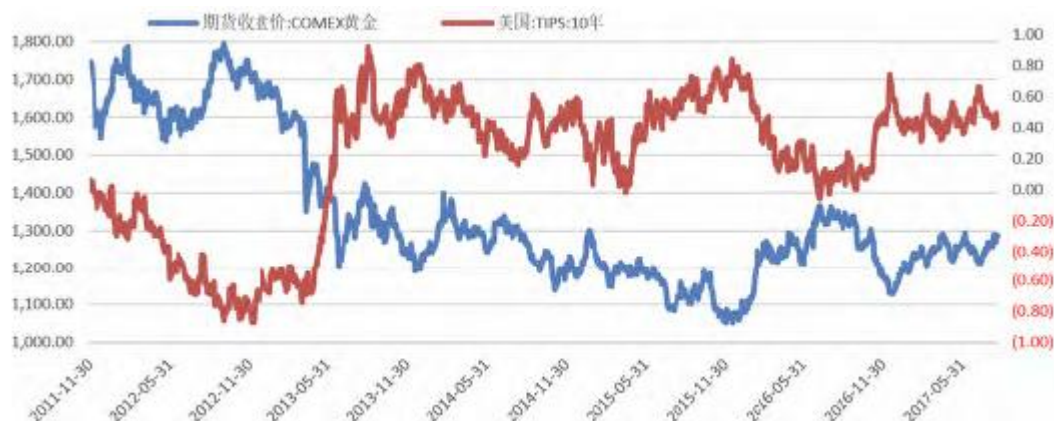
图6：SPDR黄金ETF持有量



3、美国 10 年期TIPS

目前美国 10 年期TIPS 在0.4%水平震荡，短期美国经济不佳的背景下，预计延续中性或略偏多的驱动。

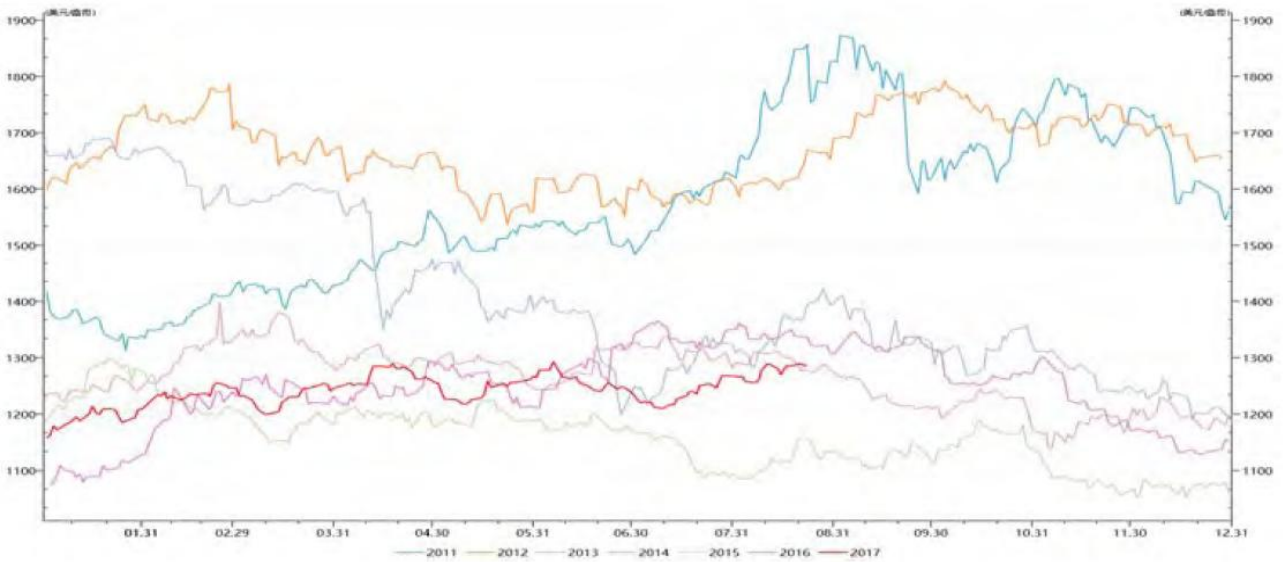
图7：美国10年期实际利率与金价



4、季节性

季节性上，一般9月是黄金由7-8月的旺季向四季度淡季转换的时期，在此时间窗口形成阶段性高位拐点的概率较大。季节性上，驱动是偏空的。下图红色曲线为2017年。

图8：美国10年期实际利率与金价



5、黄金技术分析

在前期分析当中对美黄金的定性一直是针对1922.6-1045.4 (2011年9月-2015年12月) 下跌阶段的**反弹**，且处在反弹结构的C浪当中。

图9：美黄金月图



目前需要关注的1380一线的压力，如果美黄金能对1380一线形成有效突破，则能够证明对黄金走势目前的判断是正确的。目前看月图已经突破60日均线及下跌趋势线形成的压力区，日图均线已多头排列，周图短期均线已在长期均线上方；且日图、周图、月图MACD指标均处在零轴之上，因此预期有突破1380的概率。

单从技术分析角度来看，目前倾向美黄金反弹仍未结束，保守预计反弹目标1500一线。

但需要警惕的是，如果无法突破1380一线压力，预期中的C浪技术上存在演变成B-b浪的可能，如下图所示：



四、总结

中长期美元指数对中长期金价走势有着极其重要的影响。如果美元就此宏观见顶，金价则可能开启新一轮大牛市。而如果美元还将延续宏观牛市，金价中长期走势也必然坎坷，即便不会大幅下跌，也不会有大机会。

短期来看美联储会议纪要显示对加息存在分歧，市场预期 12 月加息概率走低，或将继续维持弱势，结合技术分析来看短期市场焦点在于美元指数 C4 浪是否结束，美元指数强支撑预期在 90 一线。

长期看美国经济有所改观，欧元区经济面临压力，欧洲央行退出宽松如不及预期将推升美元。美元 CFTC 基金净多目前已经接近历史区间下沿，对于美元是一个利多的信号。个人认为美国经济复苏将进一步延续，倾向美元终将重回加息通道，这将构成美元宏观强势支撑。符合技术上对美元 C5 浪上涨的预期以及对美黄金目前为反弹走势的判断。

基于美元宏观强势的判断，贵金属维持反弹的观点。短期黄金利空压力或不大，黄金驱动指标偏多，短期技术上美黄金如能有效突破 1380 美元一线的压力，美黄金月图反弹 C 浪的观点将确认。

但基本面需要警惕旺季向淡季转换的过渡期，对金价形成压力。

另外朝鲜局势的发展或为黄金上涨的潜在动力。

总体上金价为持谨慎看多。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，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。

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层

邮编：100027

电话：010-84555000 传真：010-84555009

上海营业部

地址：上海市浦东松林路 300 号期货大厦 3101 室

邮编：200122

电话：021-68401608 传真：021-68400856

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号（世基大厦 12 层西侧）

邮编：028000

电话：0475-6380818 传真：0475-6380827

大连营业部

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

邮编：116023

电话：0411-84807140 0411-84807540 传真：0411-84807340-803

厦门营业部

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号磐基中心商务楼 1707-1708 室

邮编：361012

电话：0592-5312922、5312906

西安营业部

地址：陕西省西安市高新区高新四路 13 号朗臣大厦 11701 室

邮编：710075

电话：029-88604098 029-88604088

重庆营业部

地址：重庆市江北区观音桥步行街 9 号嘉年华大厦 12-4 号

邮编：400020

合肥营业部

地址：安徽省合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层

邮编：230001

电话：0551-68115888 传真：0551-68115897

郑州营业部

地址：郑州市未来路与纬四路交叉口未来大厦 1410 室

邮编：450018

电话：0371-53386806 传真：0371-55617912

北京业务总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 9 层

邮编：100027

电话：010-84555028 010-84555123

北京业务二部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层

邮编：100027

电话：010-84555195

青岛营业部

地址：青岛市崂山区苗岭路 28 号金岭广场 1502 室

邮编：266000

电话：0532-80936887 传真：0532-80933683

合肥金寨路营业部

地址：合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座国元证券财富中心 4 楼

邮编：230001

电话：0551-63626903 传真：0551-63626903

深圳营业部

地址：深圳市福田区百花二路 48 号二楼

邮编：518028 电话：0755-36934588