



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

关注黑天鹅 金银或先跌后涨

摘要

- 美国在去年底首次加息后，今年年初股市大跌，房地产也有所放缓，促使金银上半年持续上涨。二季度末和三季度黄金白银价格还受到英国公投退欧这只黑天鹅的支撑。美国经济增长放缓促使美联储一再推迟加息，近期经济有好转的迹象，利空黄金白银。
- 美国大选特朗普政策倾向较为极端，受民粹主义抬头影响，特朗普还是很有可能当选的。12月4日意大利宪法改革公投是另一只潜在的黑天鹅。四季度若飞出一两只黑天鹅，那么仍是利多黄金白银的。
- 综合以上分析，我们认为黄金白银短期在美经济复苏持续的状态下有一定的压力，可能会有一定幅度的下跌，但黑天鹅或促使金银随后震荡上行。

南华期货研究所

薛娜

投资咨询从业资格号：

Z0011417

贵金属分析师

0571-87839284

xuena@nawaa.com

目录

一、	黄金白银三季度横盘震荡.....	3
1.	一、二季度黄金价格主要由欧美 ETF 增持驱动	3
2.	三季度需求不容乐观 与价格震荡相一致	4
二、	四季度重点关注	5
1.	美经济复苏或好转 关注大选.....	5
2.	欧元区情况好转但潜藏黑天鹅.....	10
3.	人民币对美元预计缓慢贬值 关注黑天鹅	11
三、	策略推荐	12
1.	黄金大概率先跌后涨	12
2.	白银或同样先跌后震荡上行	13
	南华期货分支机构	14
	免责声明.....	16

一、黄金白银三季度横盘震荡

1. 一、二季度黄金价格主要由欧美 ETF 增持驱动

今年二季度黄金需求中，有利于价格的分别是投资需求中的官方硬币和 ETF 及类似产品同比有较大幅度增加，但环比均下降，这是二季度价格涨幅不及一季度的原因。需求中首饰需求减少、央行购金减少是不利价格的，矿产供应增加、再生金供应增加和生产商对冲为正也是不利于价格的，二季度生产商对冲减少利多价格，显示生产商对价格的预期或发生改变。

表 1：黄金二季度供需平衡表（单位：吨）

	Q2'16	Q1'16	Q2'15	环比%	同比%
需求量:黄金:总计	1,050.20	1,285.30	910.40	-18.29	15.36
珠宝首饰:合计	444.10	481.20	513.70	-7.71	-13.55
工业:合计	80.90	80.30	83.30	0.75	-2.88
投资:合计	448.40	615.60	186.10	-27.16	140.95
投资:金条及硬币	211.60	273.10	209.10	-22.52	1.20
金条	149.20	200.00	149.70	-25.40	-0.33
官方硬币	49.60	61.40	45.50	-19.22	9.01
奖牌/仿币	12.80	11.70	14.00	9.40	-8.57
投资:ETF 及类似产品	236.80	342.50	-23.00	-30.86	-1,129.57
供应量:黄金:总计	1,144.60	1,162.30	1,041.70	-1.52	9.88
矿产:合计	816.90	803.30	774.40	1.69	5.49
矿产:矿成品	786.90	750.70	789.60	4.82	-0.34
矿产:生产商对冲	30.00	52.70	-15.20	-43.07	-297.37
再生金:合计	327.70	359.00	267.40	-8.72	22.55
央行售金/购金:合计	-76.90	-108.20	-127.30	-28.93	-39.59
现货黄金（季收盘价，美元/盎司）	1,321.51	1,232.15	1,172.75	7.25	12.68

资料来源：wind 资讯 南华研究

综合来看，二季度主导价格的仍然是 ETF 及类似产品需求增加导致黄金价格上涨，其增加幅度放缓是价格涨幅缩小的原因。

根据世界黄金协会的统计，目前北美和欧洲的 ETF 持仓量最大，增加的持仓量也是最大。因此今年上半年黄金价格的上涨驱动力主要来自于北美欧洲 ETF 配置黄金的需求增加。今年上半年黄金的传统消费国，印度和中国需求均有所下滑，其中印度需求下滑较为明显，或因经济放缓购买力不足所致。

未来需重点关注北美和欧洲的资产配置方向，黄金通常被认为具有对抗通胀、对冲货币信用风险以及对抗金融系统信用风险等作用，所以通常作为避险资产被持有。

表 2：现货黄金 ETF 主要集中在北美和欧洲（单位：吨）

	Q2'15	Q3'15	Q4'15	Q1'16	Q2'16
北美	1,044.8	1,012.3	955.9	1,165.2	1,320.1
欧洲	618.6	583.9	570.2	690.5	763.0
亚洲	41.0	42.9	46.0	54.4	61.2
其他	37.0	39.1	38.4	42.9	45.5
全球合计	1,741.5	1,678.1	1,610.6	1,953.0	2,189.8

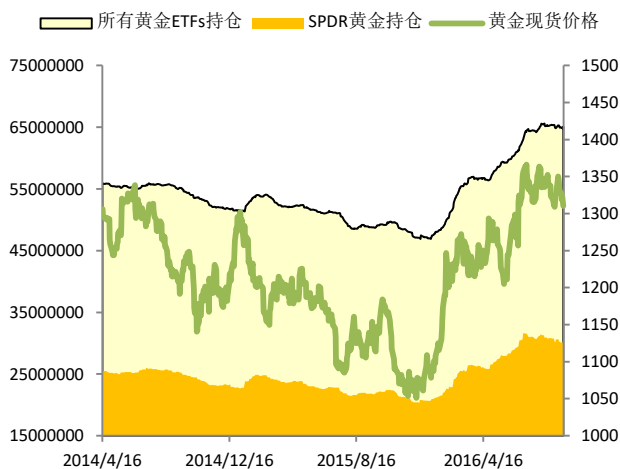
资料来源：世界黄金协会 南华期货

2. 三季度需求不容乐观 与价格震荡相一致

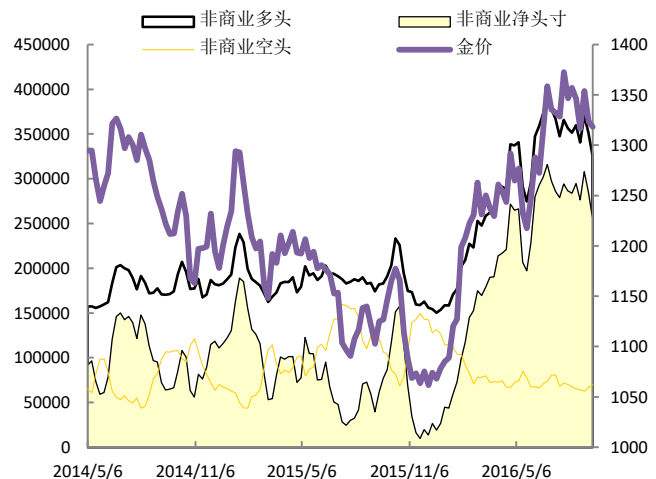
三季度黄金 ETF 持仓增加进一步放缓，与价格横盘震荡相一致。根据 CFTC 的持仓报告，COMEX 黄金期货非商业净多头三季度维持在高位震荡并小幅下滑，也与价格的横盘震荡保持一致。

图 1、ETF 持仓二季度增长放缓三季度横盘

图 2、CFTC 黄金非商业净多头三季度震荡小幅下滑



资料来源：Bloomberg 南华研究



资料来源：Bloomberg 南华研究

央行购金或继续减少

中国和俄罗斯是主要的黄金储备购入国，在上半年以增持为主的情况下，7 月中国和俄罗斯均减少了部分黄金储备，因全球贸易萎缩出口减少外汇收入下降，未来四季度全球央行黄金储备购入量或继续减少。

COMEX 交易所黄金库存与价格一般呈正相关关系，近期交易所黄金库存有所下滑，与价格横盘震荡互为因果。

综合以上数据来看，三季度需求情况不容乐观，这也是黄金价格三季度持续横盘震荡的原因，白银在三季度同样宽幅横盘震荡，走势与黄金基本保持一致。但归根结底，美欧市场配置黄金的需求是价格的最重要主导因素，未来需重点关注。

图 3、中国和俄罗斯近期增持黄金储备量放缓

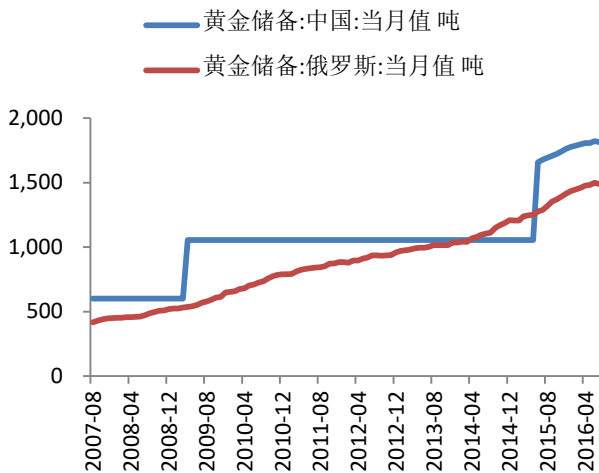
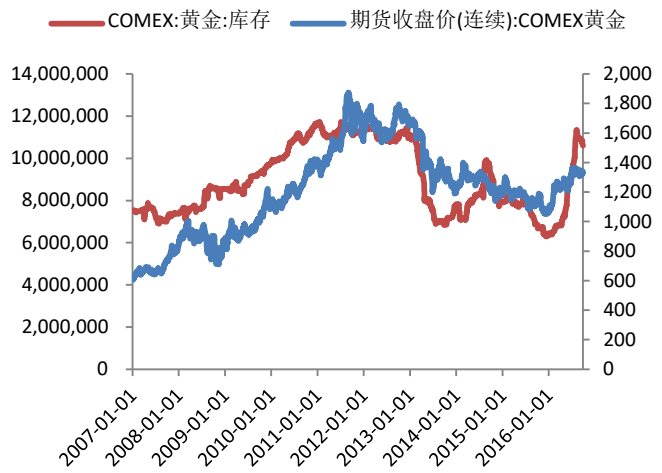


图 4、近期 COMEX 黄金库存有所下滑



资料来源：Wind 资讯 南华研究

资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、 四季度重点关注

除了美国进入加息周期经济复苏放缓利多黄金趋势以外，6 月份英国公投退欧这只黑天鹅也是黄金市场上的重大事件。公投结果公布当天黄金大涨 4.75%，盘中更一度上涨近 110 美元，并且在随后的一个季度中尽管不利因素重重，但黄金都维持在 1300 美元/盎司以上。

我们认为除了英国退欧造成的实际影响以外，其代表的在长期经济低迷环境下民粹主义抬头的趋势更值得警惕。四季度能够影响黄金价格的主要有美国大选、意大利修宪公投等黑天鹅。事实上特朗普能够成为总统候选人也是民粹主义抬头的结果，意大利修宪公投若失败则未来堪忧并可能危及欧元。这些黑天鹅也会导致人民币贬值，从而利多国内黄金白银价格。

1. 美国经济复苏或好转 关注大选

在长期趋势中，国际黄金与美国的房地产、美国股票一起是资产配置品种之一，此前具有一定的竞争替代性。另黄金常常与美国国债一起作为避险资产被配置，其国际金价与美国 10 年期通胀指数国债（TIPS）收益率有明显的负相关性，显示出黄金的避险以及抗通胀特性。

美国金融市场三季度表现还不错

美国金融市场三季度表现还是不错的，其中股票指数普遍上涨，金融行业指数表现也好于综合指数，VIX 指数下跌。CRB 指数下跌 4.92%，表示大宗商品表现较弱。国债收益率波动不大，避险情绪小幅缓解，美元指数也是小幅下跌。

黄金和白银三季度横盘宽幅震荡，白银没有跟随大宗商品下跌而下跌，或因基本金

属在三季度表现相对还是比较强势的，尤其是锌、铅等伴生白银的矿产金属，这是白银强势于黄金的主要原因，另外就是因为白银本身的波动更大。

表 3：美国 2016 年金融市场表现%（截止到 9 月 27 日）

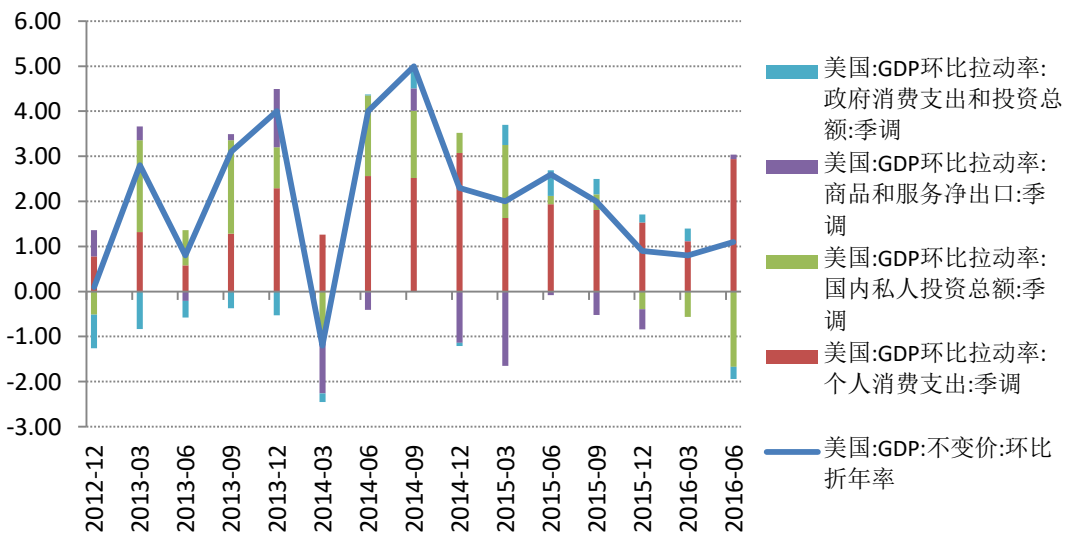
	一季度	二季度	三季度	年度至今
伦敦黄金现货下午定盘价	16.70	6.77	0.47	25.19
伦敦白银现货定盘价	11.29	19.38	5.77	40.52
美元指数	-4.10	1.65	-0.74	-3.24
10 年期国债收益率（基点）	-50	-30	9	-71
纳斯达克综合指数	-2.75	-0.56	9.56	5.96
道琼斯工业平均指数	1.49	1.38	1.66	4.61
标普 500 综合指数	0.77	1.90	2.91	5.67
SP500 波动率指数 (VIX)	-23.39	12.04	-16.19	-28.06
标普 500 金融行业指数	-5.60	1.54	3.64	-0.66
CRB 指数	-3.19	12.93	-4.92	3.95

资料来源：Bloomberg Wind 资讯 南华研究

上半年美国经济增长放缓

今年美国一季度增长 0.8%和二季度经济增长修正 1.4%，明显差于之前的若干季度，这应该是美联储推迟加息的一个重要理由。今年经济主要是受到私人投资的拖累，而个人消费支出对于 GDP 的拉动作用明显。

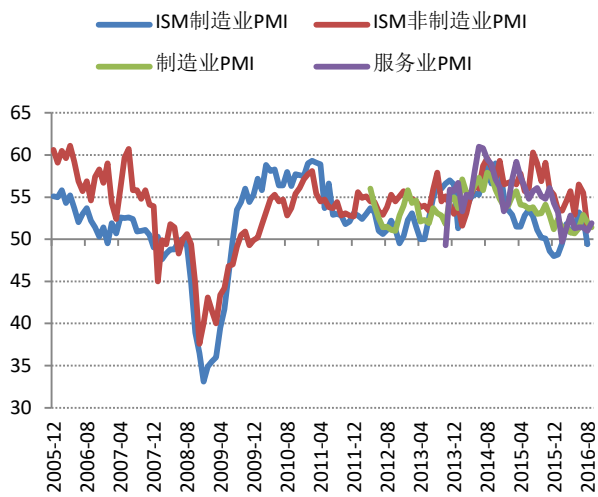
图 5：二季度 GDP 增长中个人消费支出贡献最大私人投资表现最差



资料来源：Bloomberg 南华研究

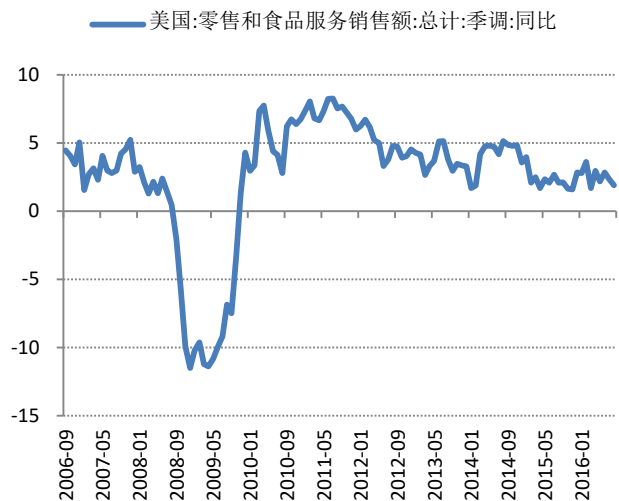
近期各项 PMI 表现不佳，零售销售表现也不好，可能会影响到个人消费，不过消费者信心表现还可以。这表示美国经济复苏并未完全停滞，只是复苏的比较艰难缓慢。

图 6、PMI 近期表现不佳



资料来源: Wind 资讯 南华研究

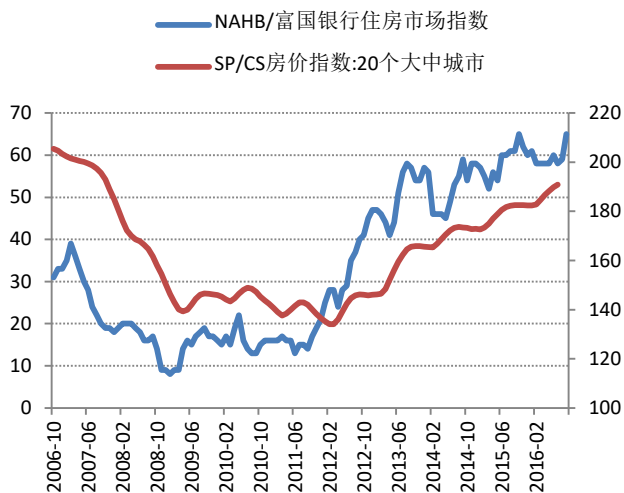
图 7、零售销售表现不佳可能影响到个人消费



资料来源: Wind 资讯 南华研究

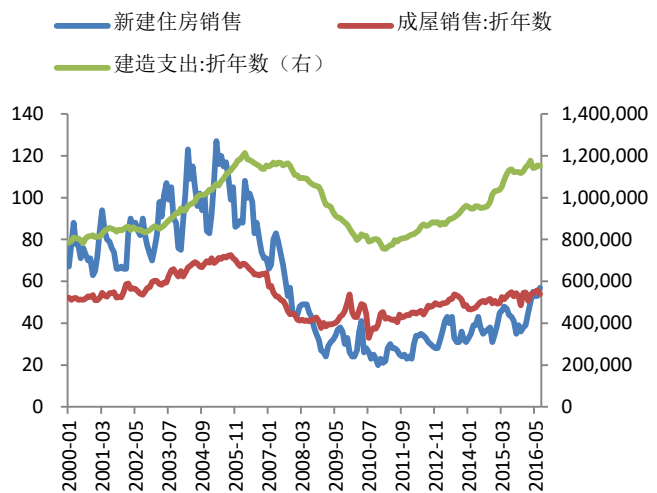
房地产市场方面如下图所示, 此前房地产市场可能因加息有过一段时间的轻微放缓, 这或许是支持金银价格今年上涨的一个因素, 近期领先指标房地产市场活跃度即 NAHB/富国银行住房市场指数出现明显好转, 房价指数表现也比较好, 但其他指标相对滞后表现一般, 未出现明显好转或者恶化的情况。未来四季度房地产市场或维持复苏态势, 对于黄金白银的投资需求有一定的压力, 是利空金银的一个重要因素。

图 8、9 月房地产有好转迹象



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 9、其他指标表现一般未见明显变化



资料来源: Wind 资讯 南华研究

美联储年内有条件的加息一次

9 月 FOMC 会议以 7:3 决议不加息, “委员会判断, 上调联邦利率的理由已经加强, 但暂时决定等待进一步证据显示持续接近其政策目标”。同时下调了未来联邦基金利率

中值预期，预计 2016 年加息 1 次，2017 年加息 2 次，2018 年 3 次，2019 年 3 次，加息路径变得更平坦。下调了今年经济增长预期至+1.8%，上调失业率预期，下调 2017 年通胀预期。总体来看，就是首次加息后经济增长明显缓于美联储此前预期。

耶伦在新闻发布会上表示通胀率已经低于 2% 的目标很久，看到通胀可能下滑的迹象。另生产力增速偏低，这是一个巨大的担忧；并不希望引发就业市场的下行风险。并称“如果劳动力市场增长、并没有新风险，2016 年将会加息一次”。

FOMC 尽管有 10 个人拥有投票权，但美联储主席通常拥有更大的话语权，每任主席有自己的政策倾向以及与市场沟通的风格。我们看到耶伦本人明显的偏鸽派，9 月 13 日发表宽松言论的布雷纳德与耶伦的观点非常接近。

耶伦的风格是加息前与市场进行充分的沟通，她本人会明确发出加息信号，从而让市场形成一致的预期，避免意外冲击市场。除了就业和通胀之外，目前美联储以保证经济复苏以及金融市场稳定发展为己任。

图 10、就业数据表现基本良好

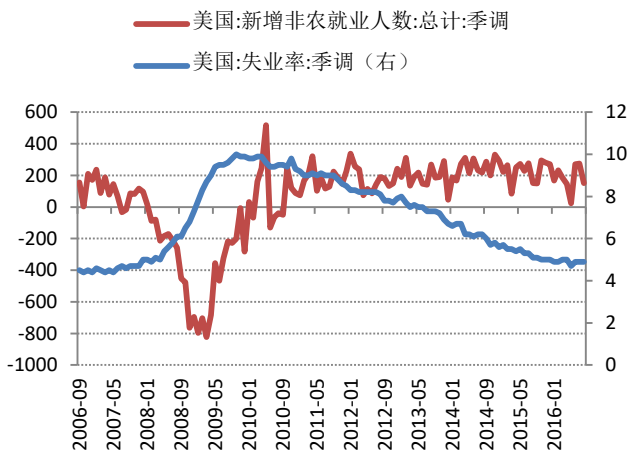
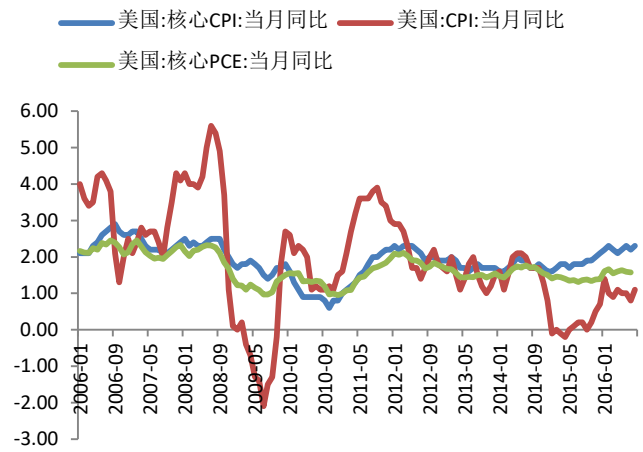


图 11、通胀指标近期略有好转



来源：Wind 资讯 南华研究

资料来源：Wind 资讯 南华研究

尽管本次会议有 3 名委员投票支持加息，但耶伦的表述还是非常宽松的。事实上美国金融市场上半年的波动以及经济的放缓不能说与去年底加息没有关系，所以美联储的谨慎不是没有道理的。

未来需要重点关注就业、通胀、金融市场、经济数据以及国际环境等，如果出现一两只黑天鹅，美联储 12 月份可能也加不了息，对于黄金白银短期是利多的影响。如果经济数据表现强劲，那么 12 月会议前加息预期升温以及实现还是会利空黄金白银的。

下表是美联储四季度的两次 FOMC 会议时间，尽管耶伦没有排除 11 月加息的可能，但我们认为大概率不会加息，但仍需要关注，12 月更是关注重点。

表 4：2016 年四季度 FOMC 暂定会议时间表

时间	决议内容
11 月 1-2 日	仅发布声明
12 月 13-14 日	声明、预测、主席新闻发布会

资料来源：南华研究

美国大选：特朗普当选可能是最大的黑天鹅

1、政策倾向

特朗普的核心经济目标是刺激经济高速增长，刺激政策主要包括减税、反对自由贸易（TPP、北美自由贸易协定、WTO等）提倡贸易保护、产业回迁、削减海外军事投入及非国防项目投入、增加国内军费和基建投资等。

其政策主张基本与现行主流政策背道而驰，可能会吸引大量对现状不满而人数众多的中下层人群，减税政策也会吸引到部分选民。至少目前特朗普成功的吸引了大量媒体和民众的注意力。而希拉里的政策与现行政策差别不是很大，比较受华尔街的欢迎。

2、关于货币政策

特朗普目前将攻击的矛头对准了美联储主席耶伦不加息的党派政治化。我们认为这主要有两层意思，一是攻击竞争对手党派，二是担忧不加息的宽松政策只是推后了危机的发生，并未从根本上解决问题，并且在拖延的过程中问题可能变得更为严重，特朗普担心在自己任内加息可能导致经济衰退，而如果继续不加息经济形势可能也好转不了。

特朗普的担心并非没有道理。但是我们认为耶伦宽松的政策倾向应该不是源于政治。不过真相并不重要，特朗普攻击美联储可能会得到部分对现状不满的人的选票，以及未来若特朗普当选总统而经济状况不好，责任可以推给前任总统和美联储此前的货币政策。

若特朗普当选总统，其经济主张也需要低利率的环境以及维持金融市场稳定，所以我们认为尽管特朗普攻击耶伦的低利率政策，若其当选尽管可能在2018年耶伦任期结束时换掉美联储主席，但大概率仍将维持低利率政策而不会带来所谓流动性拐点。

3、健康问题

特朗普今年70岁，希拉里69岁，希拉里在此前911的活动中一度爆出健康问题，因此未来的大选活动中，候选人的健康以及精神状态也是至关重要的。

目前希拉里攻击特朗普的重点在于其未公布的缴税记录，特朗普攻击希拉里的重点在于希拉里当国务卿期间的“邮件门”事件。9月26日的首轮电视辩论市场认为希拉里胜出，但民调结果各不相同。

我们认为若希拉里当选，大概率利多美股，中短期利空黄金白银；若特朗普当选，中短期是利多黄金白银的。因其经济政策可能带来金融市场的动荡，另耶伦作为明显的鸽派会不会辞职也将引起关注和担忧，即使不辞职到2018年2月任期结束，新主席人选及货币政策倾向也可能给市场带来不确定性。

尽管当前希拉里支持率略高于特朗普，我们认为鉴于英国脱欧公投反映出来的民粹倾向明显抬头，民众对经济低迷的失望还是很有可能促使特朗普当选的。未来10月9日和10月19日将分别举行第2、3场总统候选人电视辩论，11月8日举行大选，2017年1月20日新总统宣誓就职。前面三个时间点需要特别关注，可能对金银短期的走势产生很大的影响。另外平时重要的民调结果可能也会对市场产生影响。

美联储在2015年底首次加息25个基点，随后股市在2016年年初大跌，以及房地产市场有一波较为明显的放缓，是今年机构增加黄金ETF及类似资产配置并利多黄金的主要因素。二季度末和三季度黄金白银还受到英国脱欧这只黑天鹅的影响。

近期房地产有好转的迹象，美股尤其是金融行业股票近期表现良好，就业指标表现也不错，通胀也基本维持平稳。我们认为美国经济将继续复苏，四季度或有好转，在一段时间内黄金白银或面临着一定的压力。随后大选或将主导黄金白银的走势。

2. 欧元区情况好转但潜藏黑天鹅

如下表所示，今年前三个季度欧元区市场表现差异非常明显。一季度避险情绪爆发，二季度情况略微好转，三季度明显好转，股票指数普遍大幅上涨，重债国国债收益率普遍下跌。市场情绪与美国市场基本一致，美国情况更好，而欧元区波动更大。

表 5：欧元区 2016 年金融市场表现%（截止到 9 月 29 日）

	一季度	二季度	三季度	年度至今
欧洲股市				
欧盟斯托克 50 价格指数	-8.61	-4.67	4.43	-9.01
德国 DAX30 指数	-7.24	-2.86	7.49	-3.14
法国 CAC40 指数	-6.24	-3.37	4.87	-4.99
意大利富时 MIB 指数	-15.41	-10.59	0.87	-23.72
西班牙 IBEX35 指数	-9.53	-6.42	7.75	-8.77
10 年期国债到期收益率（基点）				
德国	-48	-28	1	-75
法国	-50	-30	0	-80
意大利	-38	4	-5	-39
西班牙	-33	-27	-25	-85
希腊	30	-30	-3	-3

资料来源：Bloomberg Wind 资讯 南华研究

欧洲的黑天鹅：意大利公投

目前已经定于 12 月 4 日举行的意大利宪法改革公投可能是欧洲的一只黑天鹅。意大利经济持续的低迷以及在负利率环境下濒临绝境的银行业危机，促使伦齐政府期望改革，但受制于两院制的政治体系而无法开展，伦齐政府希望通过公投集中权利推动改革。如上表所示，意大利股票指数表现在主要的国家中最差，国债的表现也不好。

目前意大利民调结果比较接近，若公投失败，伦齐下台，意大利国内民粹主义的抬头可能导致脱欧情绪蔓延，因意大利为欧元区成员国，其脱欧的影响将比英国更大，可能导致欧元的崩溃。因此若公投失败，将利多黄金白银。

德银作为德国最大的银行，在低利率以及负利率环境下盈利能力堪忧。德银在 2012-2014 年累计利润 27 亿欧元，2015 年巨亏 68 亿欧元，其中多数是减记无形资产和处置邮政银行，2016 年二季度净利润仅 1800 万欧元。英国公投脱欧曾促使德银股价大幅下跌，近期美国司法局裁定德意志银行应缴纳 140 亿美元的罚款，对德银更是雪上加霜。

虽然德国政府否认救助德银，但德银作为捍卫德国和欧洲金融稳定的央行合作伙伴，四季度爆发危机甚至破产的可能性相对还是比较小的，目前股价的持续下跌是市场在逼迫政府救助德银。德银是负利率下银行业危机的缩影，在未来是对经济和市场稳定的潜在威胁，从长期来看，是利多黄金白银投资的。欧元区和日本的银行业尤其是意大利都面临着这样的问题。

经济合作与发展组织（OECD）9 月 21 日发布报告表示，受全球化倒退影响，全球经

济增速将不及去年，预计将创下金融危机后新低。其表示在面临全球化倒退局面时，若应对不利，则将使全球经济陷入“低增长陷阱”——对经济增长低迷的预期将抑制贸易、投资、生产效率和工资增长。还警告称，极低利率与负利率正在扭曲资产市场并威胁金融体系的稳定。该组织呼吁各国政府增加投资支出刺激经济。

加大财政刺激与 G20 政策方向一致，但各国同样面临国债规模过大的问题。我们认为因长期的经济低迷引起了民众的不满，英国公投退欧是全球化倒退的显著标志，目前潜在的黑天鹅倡导的也都是反全球化的，这或许将导致经济进一步下滑，金融市场的波动在未来或加大。

3. 人民币对美元预计缓慢贬值 关注黑天鹅

国内资产配置轮换快 黄金目前未爆发

国内 2014 和 2015 年资产配置方向主要是股票，股票市场目前看来较难在短期内有明显的趋势行情，未来或不是配置方向。

2016 年房地产去库存是国家重点工作，是结构性改革任务之一，导致一线、二线以及部分热点城市房价猛涨，2016 年资产配置方向主要为房地产。

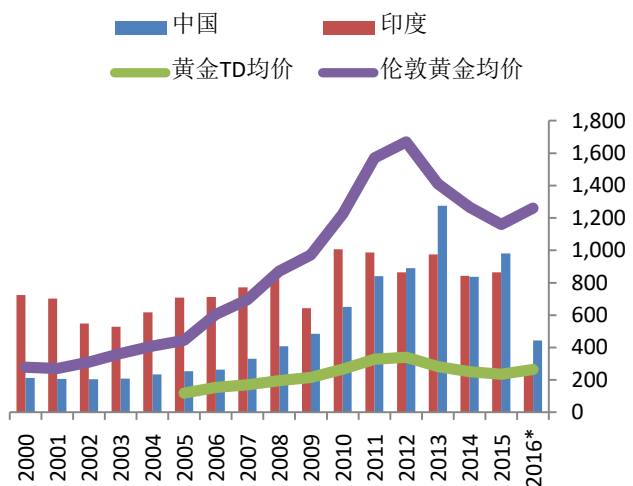
未来随着房地产政策的调控以及房价的过度上涨，房地产继续吸引投资的能力或下降，近期的新开工等数据已经开始回落，股票未来也不是配置重点，其他小众投资价格波动非常大风险极高，国内降息周期宽松环境下债券市场是重点资产配置之一，但经济放缓信用风险也在上升。

图 12、国内 2014 和 2015 年股票是配置高峰

图 13、中国上半年黄金消费表现一般印度下滑



来源：文华财经 南华研究



资料来源：Bloomberg 世界黄金协会 南华研究

2016 年去产能也是结构性改革任务之一，促使大宗商品总体在 2016 年上涨，商品期货和现货也是资产配置的方向之一，但比重应该不高，目前没有商品 ETF 的大规模爆发。大宗商品价格的上涨对于金价上涨也利多的。

国内大类资产价格与国外相比波动更快更大，资产配置方向也轮换得更快。国内投资黄金有买涨不买跌的情绪，今年持续上涨的价格或许会令黄金重新进入国内投资者的

视野。从资产配置的角度，国内的黄金在四季度及未来还是有机会的，但暂时还没有爆发的迹象。

大宗商品不具备持续上涨动力

我们认为包括原油在内的大宗商品，四季度大概率不会持续走强，因去产能已经告一段落，需求方面相对仍偏弱，大宗商品或将在一个较宽的价格带内围绕供需和成本震荡。其中基本金属相对原油表现要强一些但上方面临产能的压力，下方面临成本限制。原油尤其明显，因页岩油复产较快，成本在逐步降低，而原油消费端增长不及产量增长，OPEC 目前已经失去垄断能力，故限产或者减产的协议很难达成并遵守，因此未来原油价格大概率震荡下跌，不具备持续上涨的动力。

大宗商品未来走势不具备持续上涨的动力，因黄金此前未走出背离大宗商品趋势的行情，这也是利空黄金白银的一个因素。只是目前商品走势分化也比较明显，对于黄金和白银的走势我们需要综合考虑各个因素。

人民币或缓慢贬值 关注黑天鹅

人民币对美元的汇率主要受到经常账户顺差、资本账户顺逆差和央行货币政策及汇率调控的影响。中国央行货币政策委员会委员樊纲近期表示“中国政府会适度控制汇率走势，允许人民币缓慢贬值。”“前几年大量热钱炒作人民币，导致人民币升值，目前贬值正是对此的纠正。”

我们认为四季度人民币对美元将继续保持缓慢贬值的走势，英国脱欧公投时对人民币美元汇率影响很大，四季度或也将受到黑天鹅的影响：若特朗普当选美国总统，其贸易保护政策将极大的影响国内出口从而导致人民币贬值资金流出，意大利公投不通过可能导致欧元对主要货币贬值，人民币对美元可能也出现贬值。

三、策略推荐

1. 黄金大概率先跌后涨

三季度黄金供需不容乐观，近期美国房地产市场有好转的迹象，美国和欧洲的金融市场表现也不错。美联储去年底首次加息导致经济增长放缓，但加息一再推迟却也促使经济逐步好转。

近期经济复苏态势或持续，尤其是就业数据良好，这在一段时间内可能利空黄金白银，国际金价下方第一支撑位是1250美元/盎司。但在全球经济增长持续低迷的环境下，反全球化、民粹主义抬头或许是未来的趋势，也是孵化黑天鹅的温床。四季度类似于英国脱欧公投的黑天鹅包括美国大选以及意大利公投等，若黑天鹅成功飞出，还是会极大的搅动全球资本市场，避险情绪或推升黄金的价格。

未来类似的情况或会更加频繁的发生，只是金融市场通常只对眼前的情况更为关注，负利率下的很多问题是长期存在的，未来何时爆发则存在不确定性。另外需要注意的是市场走势与投票之间的差异，这也是上层和中下层民众观点和人数区别的体现，就像英国脱欧公投市场普遍认为不会退一样，美国大选可能也面临这个问题。

我们认为四季度黑天鹅飞出的概率还是很大的，黄金未来大概率先下跌后震荡上行。

目前上海期货交易所虽然没有推出黄金期权交易，但南华期货股份有限公司推出了场外黄金期权，投资者也可以选择使用黄金期权来进行交易。目前南华期货对一个月到期的黄金期权进行每日报价，投资者可以选择买入或者卖出，也可以进行不同执行价格期权的组合交易，这些都可以放大交易杠杆，提高资金利用率。

我们预计黄金未来大概率下跌后震荡上行，对于保守的投资者，我们建议可以买入短期的看跌期权以期获得较大收益，该策略风险有限，收益可能极大，投资者需综合考虑期权价格和执行价格两个方面的因素进行投资。

对于资金量较小并且较保守的投资者，可以选择到期时间较短的熊市价差期权，即买入某一执行价格的看跌期权并卖出较低执行价格相同到期日的看跌期权。该策略投资成本较低，收益有限风险有限。

2. 白银或同样先跌后震荡上行

白银价格走势与基本金属和黄金的相关性都较强，近期基本金属表现比较强势利多白银，但黄金基本面近期偏弱，白银最近一段时间或同样下跌后震荡上行。

我们同样推出了白银期权场外交易，白银短期也适用于买入看跌期权以及熊市价差期权策略。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区金城路429号天汇园一幢B座3层
电话: 0571-83869588

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话: 0576-88539900

温州营业部

温州市府路新益大厦1幢1401室
电话: 0577-89971820

宁波营业部

宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话: 0574-87273868

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼709室
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路751号粮食大厦五楼
电话: 0573-82158136

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话: 0575-85095800

成都营业部

成都市锦江区东大街紫东楼段35号17层1706号房
电话: 028-86532693

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号
金地商务大厦11楼001号
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦第34层3401、3410号
电话: 0411-84378378

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、
B803、B805、B608、B609室
电话: 010-63556906

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦2501室
电话: 0351-2118016

余姚营业部

余姚市舜达西路285号中塑商务中心3号楼1601
电话: 0574-62509001

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号201、801、804、811室
电话: 0451-82345618

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号国华大厦B座2501室
电话: 0532-85803555

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话: 024-22566878

天津营业部

天津市河西区友谊路41号大安大厦A座8层
电话: 022-88371080

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦26层
电话: 021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话: 021-52585211

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703室
电话: 0755-82577529

广州营业部

广州市天河区天河北路28号时代广场东座717房、718房
电话: 020-38806542

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1003、1004、1005室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市南岸区亚太路1号1幢1层1-2
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话: 0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层
电话: 0513-89011168

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663882

海宁营业部

海宁市钱江西路238号广隆财富中心301
电话：0573-80703000

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层3232、3233、3234、3235室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话：0512-87660825（魏瑶电话）

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二钻石海岸B幢2104-2107室
电话：0592-2120370

齐齐哈尔营业部

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场15层1号、2号
电话：0452-5883883

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net