

政策悬而未决 金银或震荡上涨

摘要

特朗普政策的不确定性以及大概率不及预期的担忧、去年加息预期兑现后的利空出尽以及3月鸽派加息导致了一季度国际金银价格的上涨。

特朗普目前仍在透支他的信誉，医改在拖延、税改和基建计划规模/时间均存在巨大的不确定性，政策悬而未决，抛售力量仍不强，失望情绪或利多金银。预计二季度复苏持续，不利于金银的投资需求。美联储货币政策较目前更紧缩的概率不高，对金银的影响中性略偏多。法国大选预计仅短期轻微利多金银。人民币对美元二季度或震荡缓慢贬值，小幅利多国内金银价格，预计国内金银溢价将维持震荡。

预计黄金白银二季度震荡小幅上涨，国际黄金上方第一目标位 1300 美元/盎司。建议逢低买入期货，同时推荐买入牛市价差期权或看涨期权。



智慧创造奇迹

一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy Excellent services

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

第 1 章	一季度金银上涨或因抛售力量不强	3
1.1.	ETF 卖出导致去年四季度金银价格大跌.....	3
1.2.	一季度金银上涨或因抛售力量不强	3
第 2 章	二季度重点关注.....	4
2.1.	特朗普政策和美联储二季度或仍利多金银	4
2.2.	关注法国大选 可能轻微利多金银	9
2.3.	人民币或对美元缓慢贬值 小幅利多国内金银价格.....	10
第 3 章	策略推荐.....	11
3.1.	黄金二季度或震荡小幅上涨	11
3.2.	白银或同样震荡小幅上涨	11
南华期货分支机构		12

第1章 一季度金银上涨或因抛售力量不强

1.1. ETF 卖出导致去年四季度金银价格大跌

与以往的规律一样，去年四季度黄金市场价格仍然由 ETF 及类似产品的投资需求主导。去年四季度特朗普当选后高调宣称将减税、大兴基建等刺激经济促使市场乐观情绪蔓延，并且经济数据在好转美联储 12 月加息的预期逐步达成共识。以上这些因素均使得避险投资需求大降，黄金 ETF 及类似产品大量卖出，导致价格在四季度下跌了 12.54%。

去年全球央行购金量在持续减少，主要原因是美元升值新兴经济体外汇储备面临流失威胁，另外全球贸易的萎缩也使得新兴经济体出口创汇的能力下降。中国央行去年购金量也减少明显，2017 年至今更是停止了买入黄金储备。俄罗斯目前仍维持着黄金储备的买入，但影响并不大。

白银的基本面数据统计滞后，价格走势与黄金走势基本一致，但波动率更高波动幅度更大，去年四季度跌幅较黄金更大。

表 1.1：黄金四季度供需平衡表（单位：吨）

	Q4'15	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16
需求量:黄金:总计	1,126.40	1,268.70	1,060.40	992.80	994.10
珠宝首饰:合计	662.60	481.80	448.70	493.10	622.00
工业:合计	83.80	75.80	79.80	82.40	83.80
投资:合计	220.90	603.00	450.60	335.70	173.90
投资:金条及硬币	288.50	260.60	213.50	190.10	367.00
金条	217.70	200.70	154.00	139.40	272.20
官方硬币	49.80	48.70	46.90	34.30	74.80
奖牌/仿币	21.00	11.30	12.60	16.30	20.00
投资:ETF 及类似产品	-67.60	342.30	237.10	145.60	-193.10
供应量:黄金:总计	1,104.50	1,171.40	1,156.10	1,183.90	1,036.10
矿产:合计	868.00	807.70	818.40	831.80	-
矿产:矿成品	851.20	755.40	791.00	850.40	810.90
矿产:生产商对冲	16.70	52.30	27.40	-19.10	-25.00
再生金:合计	236.50	363.70	337.70	352.60	250.20
央行售金/购金:合计	-159.00	-108.10	-81.30	-81.70	-
现货黄金（季收盘价，美元/盎司）	1,061.08	1,232.15	1,321.51	1,316.10	1,151.10
现货黄金价格季环比%	-4.80%	16.12%	7.25%	-0.41%	-12.54%
现货白银价格季环比%	-5.67%	11.29%	19.38%	5.39%	-16.07%

资料来源：wind 资讯 南华研究

1.2. 一季度金银上涨或因抛售力量不强

下表为 wind 上主要的黄金和白银 ETF 持仓的变动情况。去年黄金 ETF 持仓变动较大，并且与价格相关性较强，白银价格主要追随黄金，白银 ETF 持仓与价格相关性相对较弱。今年一季度黄金 ETF 增仓并不多，但是价格上涨了 8.65%，白银 ETF 小幅减持，价格更是上涨了 14.51%，显示出今年金

银价格的波动并不主要由 ETF 持仓主导。

表 1.2: 黄金白银 ETF 持仓变动百分比

	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17
COMEX 黄金 (美元/盎司)	16.40	7.32	-0.45	-12.65	8.65
主要黄金 ETFs 持仓	24.79	13.53	3.61	-11.99	2.22
SPDR 黄金持仓	27.54	15.96	-0.22	-13.27	1.23
COMEX 白银 (美元/盎司)	11.75	21.65	2.39	-17.07	14.51
主要白银 ETFs 持仓	4.51	1.16	5.35	-2.70	-1.84
SLV 白银持仓	4.61	0.29	8.63	-5.79	-3.23

资料来源: Wind 资讯 南华研究

CFTC 持仓报告显示, 期货市场中黄金非商业多头以及非商业净多头一季度变动也不大, 非商业空头小幅减仓, 是价格上涨的一个因素。

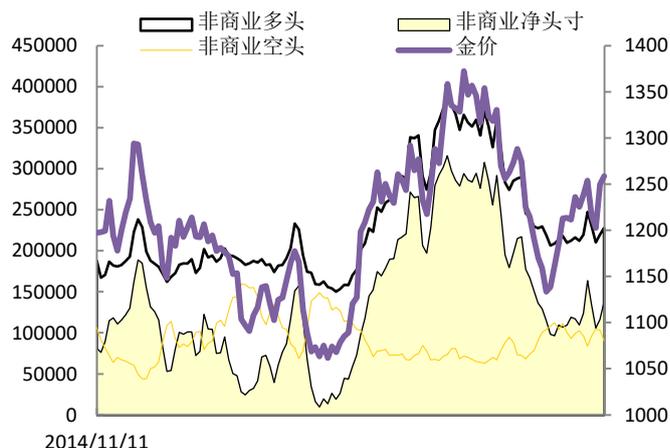
我们认为可能是黄金市场空头减仓、同时抛售力量不大, 导致了并不强的多头力量就推动价格上涨了 8.65%。

图 1.1、一季度黄金 ETF 持仓增加不多



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.2、一季度黄金非商业净多头变动并不大



资料来源: Bloomberg 南华研究

第2章 二季度重点关注

2.1. 特朗普政策和美联储二季度或仍利多金银

一季度金银的价格由特朗普政策预期以及美联储鸽派加息主导。特朗普此前高调宣称的税改以及基建计划不可能在二季度完成, 税改的悬而未决, 可能继续使得金银市场的抛售力量不强; 目前来看其推进也大概率不及预期, 这可能影响市场信心, 利多金银。

美联储目前预期年内共加息 3 次并可能有一次缩表, 鉴于特朗普政策推进大概率不及预期, 美联储政策较预期更紧缩的可能性不大, 较预期宽松的概率相对更高一些, 因此美联储政策在二季度对金银的影响中性略偏多。

美国经济在一季度复苏良好, 预计二季度经济复苏将持续, 轻微利空金银的投资需求。

综合来看，政策因素影响或强于经济因素，二季度特朗普政策以及美联储或仍利多金银。

2.1.1. 特朗普政策悬而未决 二季度仍然利多金银

如表 2.1.1 所示，去年四季度特朗普牛市表现非常明显，今年一季度金融市场的表现是经济复苏良好，股票指数普遍大涨，但特朗普交易有所回落，其中金融行业指数前期上涨近期受医改撤销影响明显回落，累计涨幅 2.08%，远不及标普 500 综合指数上涨 5.53%。而 10 年期国债收益率受加息预期影响较大。

CRB 指数下跌 3.44%，其中以原油为代表的能化商品 3 月初普遍下跌，主要因美国页岩油成本下降、活跃钻井机数持续上升、产量持续上升导致库存超预期以及加息预期，另外 OPEC 减产执行不到位、减产快到期也是重要因素，近期减产可能延长、特朗普宣称提前进行基建计划和经济复苏提振了油价和部分能化商品。基本金属一季度有涨有跌，与国内去产能政策、国内需求好转以及特朗普政策尤其是基建需求具有相关性。黑色系一季度多数上涨，主要与国内去产能、国内需求好转密切相关。

表 2.1.1：美国 2017 年一季度金融市场表现%

	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17
COMEX 黄金主力收盘价	16.40	7.32	-0.45	-12.65	8.65
COMEX 白银主力收盘价	11.75	21.65	2.39	-17.07	14.51
美元指数	-4.10	1.65	-0.74	7.07	-1.82
10 年期国债收益率（基点）	-50	-30	9	85	-6
纳斯达克综合指数	-2.75	-0.56	9.56	1.34	9.82
道琼斯工业平均指数	1.49	1.38	1.66	7.94	4.56
标普 500 综合指数	0.77	1.90	2.91	3.25	5.53
SP500 波动率指数(VIX)	-23.39	12.04	-16.19	5.64	-11.89
标普 500 金融行业指数	-5.60	1.54	3.64	20.48	2.08
CRB 指数	-3.19	12.93	-4.92	3.33	-3.44

资料来源：Bloomberg Wind 资讯 南华研究

黄金白银一季度的走势则由特朗普的政策预期、美联储鸽派加息主导。其中一月份金银的上涨主要与加息预期兑现之后的利空出尽并利多以及特朗普政策的不确定性等相关。特朗普在 1 月 20 日就任之后雷厉风行的作风曾一度令金银连续下跌 3 天，但 1 月 27 日特朗普的禁穆令遭到普遍的激烈反对引发担忧促使金银随后大涨。特朗普宣称的贸易战、对汇率的评论等较为极端的言论也是促使金银在 2 月初上涨的主要原因。

加息预期起初并不强烈是金银随后上涨的另一个重要因素，但是 2 月末当周美联储高官密集发言释放加息信号，以及随后数据支持加息导致金银持续下跌，2 月非农数据较好促使市场对加息预期达成共识，金银止跌，美联储 3 月鸽派加息之后利空出尽金银大涨。

随后特朗普医改不能通过导致市场失望避险情绪推升金银。但特朗普非常注重金融市场的反应，在医保预期不通过时，特朗普宣称若不通过直接进行税改，以缓解市场担忧若医改拖延会推迟税改；之后医保撤销造成恐慌时，特朗普立马提出税改和基建同时推进，这明显缓解了市场的紧张情绪，股市普遍上涨。特朗普及时打消了市场疑虑，这使得特朗普交易只是短暂遇阻，而金银近期只是震荡没有继续大涨。一季度美股表现良好金融市场没有大规模恐慌情绪，也是黄金 ETF 没有大量增持的原因。

但是我们认为不管是竞选时、当选后还有近期的承诺，特朗普均是在透支他的信誉，涉及到边境调节税的税改并不容易获得通过，而号称主要依靠私人资本的基建计划面临着基础设施维修、盈利能力、资金来源以及预算赤字等问题，同样不容易推进，而目前来看特朗普并未准备妥协。

特朗普在 3 月 31 日签署了两项行政令：第一个行政令要求商务部和美国贸易代表对美国贸易赤字的原因进行为期 90 天的审查。第二个行政令则要求将对其他国家的倾销商品，不公平补贴，不对准货币和非互惠贸易行为的影响进行调查。

这两项行政令或意在为边境调节税做准备，但是边境调节税有可能推高美国国内通胀率，并且可能引发贸易战影响到部分大型跨国公司的利益，边境调节税还可能推高美元造成美元荒，边境调节税在美国国内也面临着巨大的争议，众议院中反对该税的议员众多，总之特朗普的税改前途面临着巨大的不确定性。

美财长此前透露过“会趁着 8 月的国会休会期完成税改”“最晚也会在秋天”。事实上特朗普近期接受采访时表示医保改革方面，“共和党立法者仍然在努力达成一致”，关于税改，特朗普表示“将进行非常大规模的税改”，但“不想谈论（税改的）时间”。显然特朗普并未像此前他声称的那样放弃医改直接进行税改和基建计划。因此税改时间也面临着很大的不确定性，无论如何不会在二季度完成，二季度仍然处于等待阶段。

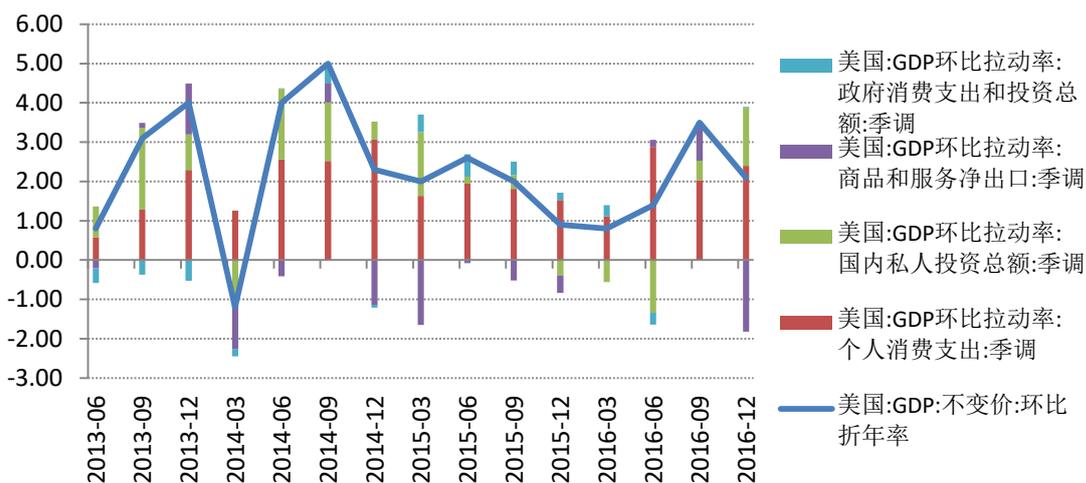
税改的悬而未决可能使得市场比较谨慎，金银的抛售力量或仍不强，这将使得金银下跌的幅度受限，同时随着时间的推移，市场大概率会有失望甚至恐慌情绪，这将易导致抢购金银，因此特朗普政策在二季度仍主要是利多金银的。

2.1.2. 目前美国经济表现良好 二季度预计复苏持续

去年四季度美元指数大涨 7.07%，主要因美国经济复苏良好、美联储加息预期以及特朗普牛市，但是美元的强势对出口造成了压力，去年四季度商品和服务净出口环比拉动率-1.82%，成为 GDP 的最大拖累。个人消费和私人投资四季度表现良好，尤其是私人投资。

美元作为主要的国际储备货币，虽然美联储不会像其他国家央行一样通过买卖外汇干预汇率，但美国通常通过政治手段达到干预汇率的目的，比如汇率报告和著名的“广场协议”。在特朗普就任之后，多位内阁高官对美元汇率发表评论，并且 G20 央行和财长会议也是他们施压的平台，此外美国政府也在积极研究利用贸易政策或者其他新方法对汇率施压。另外美元汇率已经相对较高以及其他经济体也在复苏，所以今年 3 月份美联储的加息并未导致美元指数大涨，一季度美元指数反而下跌 1.82%，这对于美国经济是利好的。

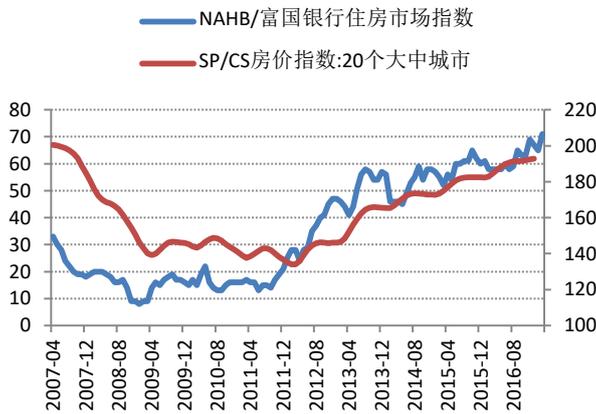
图 2.1.1：2016 年四季度美国 GDP 有所回落



资料来源：Wind 资讯 南华研究

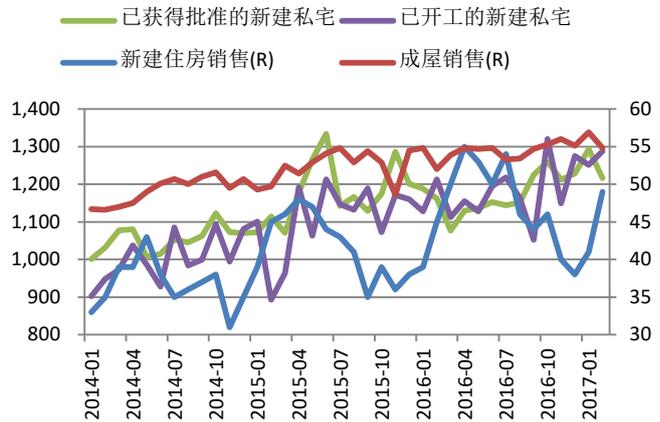
如图 2.1.2 和图 2.1.3，美国房地产市场一季度持续向好，NAHB 住宅市场指数升至最近几年的高位，其他指标表现也不错，预计二季度房地产复苏将持续。

图 2.1.2、房地产市场一季度活动度良好



资料来源: Wind 资讯 南华研究

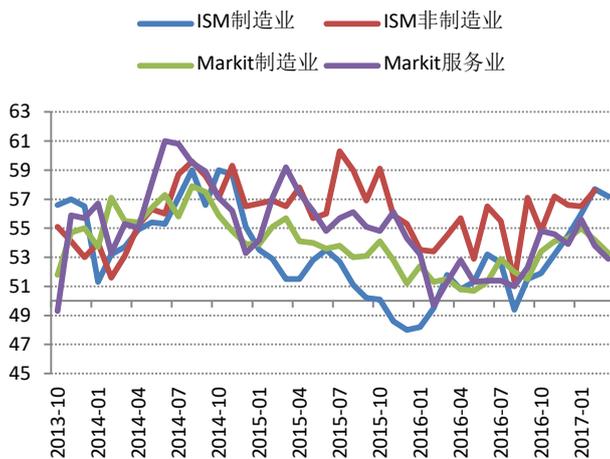
图 2.1.3、房地产各项指标一季度表现均不错



资料来源: Bloomberg 南华研究

如图 2.1.4 所示, 不同机构统计的 PMI 在今年一季度出现分化, 但总体处于较高的位置, 显示经济复苏基本良好。耐用品订单同比和制造业新订单同比近期均出现了上涨, 零售销售同比一季度也出现上涨, 显示实体经济复苏也较好。

图 2.1.4、各项 PMI 一季度均处于高位



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.5、制造业新订单一季度表现也不错



资料来源: Wind 资讯 南华研究

总体来看, 当前的美国经济表现基本良好。我们认为一季度房地产繁荣、股市繁荣以及经济数据持续好转都是经济扩张周期中由信贷持续扩张导致的, 是此前的 QE 和持续低息作用的结果。特朗普当选之后宣称的减税、放松监管、扩张基建等政策更是资本狂欢的催化剂。特朗普政策在一季度虽然未兑现, 但是其首推的医改本身对经济的影响并不十分重大, 所以未通过也只是引起了市场对税改的担忧, 特朗普同时推进税改和基建计划基本打消了市场的担忧。催化剂在一季度只是减弱并未消失, 但预计二季度该催化剂将进一步减弱, 甚至可能起到负作用。

信贷扩张具有持续时间较长的周期性, 因此预计二季度美国经济复苏将持续, 这对于金银的避险投资需求不利, 可能有一定的利空影响, 但我们认为特朗普政策以及美联储货币政策对金银的影响可能更大。

2.1.3. 美联储二季度对金银的影响中性略偏多

通常美联储的货币政策对经济周期的影响更大，但美联储加息对经济的抑制作用具有滞后性，并且本轮加息持续的时间长速度慢，因此预计经济复苏在二季度将持续，房地产和股市未来仍有上涨空间。

表 2.1.2: 2017 年 FOMC 议息会议时间表

时间（美国东部时间）	决议内容
5月2日-3日	仅发布声明
6月13日-14日	声明、预测、主席新闻发布会
7月25日-26日	仅发布声明
9月19日-20日	声明、预测、主席新闻发布会
10月31日-11月1日	仅发布声明
12月12日-13日	声明、预测、主席新闻发布会

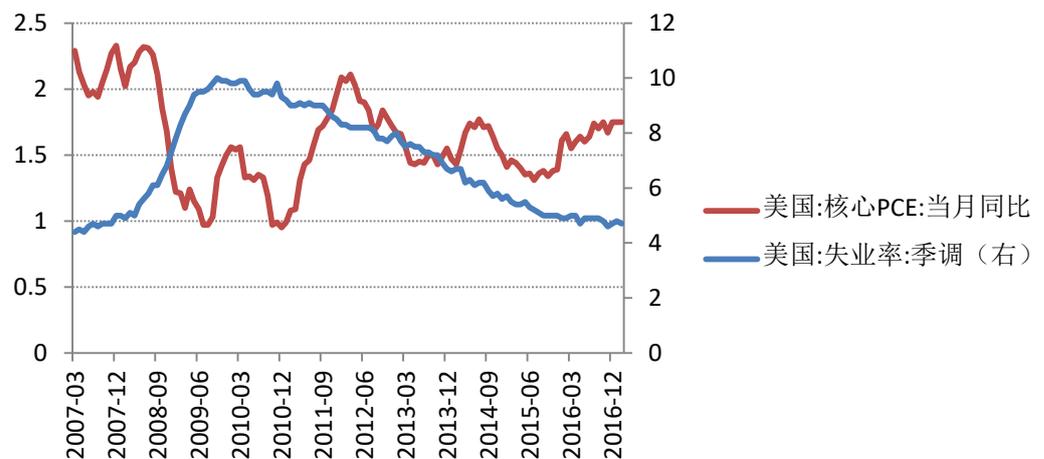
资料来源：FED 官网 南华研究

近期美联储高官发言频繁，鹰派鸽派分歧较大。目前通胀仍不高，但是房地产市场和股市有过热的迹象，资产价格持续上涨可能导致泡沫，近期已经有美联储高官指出这个问题，并且认为应该尽快加息抑制泡沫，但这不是主流的声音。在 3 月份 FOMC 会后的新闻发布会上，耶伦表示“2%的通胀目标并非天花板”，这被认为是对通胀的容忍提高，是宽松的表态。美联储主席、副主席近期表态仍偏鸽派，二季度有两次 FOMC 会议，市场预期 6 月加息概率超过 50%。

缩减美联储资产负债表是近期美联储高官讨论的一个热点议题，我们认为二季度缩表的概率不高，关于缩表和未来加息路径的讨论依然会对金银的走势造成影响。

目前市场和美联储基本达成共识，预期年内加息 3 次并且可能有一次缩表，我们认为经济复苏将持续，但财政政策推进可能会比较艰难，货币政策较预期更鹰派的可能性不高，较预期更宽松的概率相对大一些，因此二季度货币政策对金银的影响中性略偏多。

图 2.1.6: 美国失业率近期震荡通胀也维持震荡



资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.2. 关注法国大选 可能轻微利多金银

欧洲二季度主要关注法国大选，短期可能有一定的利多影响，意大利和德国预计影响不大。

2.2.1. 欧元区市场乐观经济复苏 预计二季度持续

欧元区一季度金融市场表现还是比较乐观的，股票指数普遍大涨，10年期国债收益率普遍上涨，希腊国债收益率下跌显示市场对其信心有所增加，暂时没有爆发危机的风险。欧元对美元升值1.42%，也显示出市场对欧元区信心在增强。

欧元区一季度经济也处于复苏阶段，预计二季度将延续复苏，经济方面避险需求并不强烈，不利于金银的投资需求。

表 2.2.1：欧元区 2017 年一季度金融市场表现乐观%

	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17
欧洲股市					
欧盟斯托克 50 价格指数	-8.61	-4.67	4.80	9.60	6.39
德国 DAX30 指数	-7.24	-2.86	8.58	9.23	7.25
法国 CAC40 指数	-6.24	-3.37	4.97	9.31	5.35
意大利富时 MIB 指数	-15.41	-10.59	1.25	17.28	6.54
西班牙 IBEX35 指数	-9.53	-6.42	7.55	6.52	11.88
10 年期国债收益率(基点)					
德国	-48	-28	1	33	12
法国	-50	-30	0	50	28
意大利	-38	4	-7	63	50
西班牙	-33	-27	-28	50	28
希腊	30	-30	-1	-117	-12
汇率					
欧元兑美元	4.20	-2.49	0.53	-5.56	1.42

资料来源：Bloomberg Wind 资讯 南华研究

2.2.2. 关注法国大选 可能轻微利多金银

法国将于 4 月 23 日进行第一轮总统大选投票，5 月 7 日将进行第二轮投票，反欧盟极右翼领导人勒庞目前当选的概率并不高，近期支持率有所下降，市场关注度也有所下降。事实上尽管勒庞宣称若当选会“将欧盟的权利拉下马”，还呼吁退出欧元区，但勒庞所属党派在法国议会中占极少数席位，必须与共和党、社会党两大党派组成同盟才能推进政治议程，而且总统并无权利发起公投。因此法国大选事实上影响并不大，不过二季度若勒庞支持率再度升高，短期对金银还是有一定的利多影响的。

9 月德国将举行大选，一季度市场对此关注度不高，预计二季度影响可能也不大。意大利也有可能提前大选，但同样预计影响不大。

综上所述，二季度欧元区爆发退欧公投的概率不高，欧元的完整性面临的挑战不大，因此政治方面对黄金白银的影响也不大，法国短期可能有一定的利多影响。

2.3. 人民币或对美元缓慢贬值 小幅利多国内金银价格

人民币兑美元的汇率对国内金银价格的影响非常大。二季度预计美经济复苏良好，资本仍有流出的压力，特朗普关于汇率以及贸易的政策将使人民币有贬值的压力，但若政策不及预期市场失望的话，则人民币大概率会升值。我们认为二季度人民币兑美元或震荡缓慢贬值，小幅利多国内金银价格，国内金银溢价预计维持震荡。

2.3.1. 因人民币升值 一季度国内金银涨幅远小于外盘

去年四季度人民币对美元大幅贬值 4.19%，导致国内市场金银溢价扩大，跌幅远小于国际市场。今年一季度人民币对美元小幅升值 0.83%，国内金银溢价回落，同样涨幅也远小于国际市场。

表 2.3.1：中国贵金属市场一季度表现远不及外盘%

	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17
上期所黄金主力收盘价	13.32	10.48	0.81	-4.89	2.67
上期所白银主力收盘价	3.53	19.32	4.97	-3.59	1.92
美元兑人民币：即期汇率	-0.40	2.72	0.40	4.19	-0.83

资料来源：Wind 资讯 南华研究

人民币对美元的汇率走势既影响着国内金银价格，又影响着国内金银的溢价，所以对国内金银的走势影响非常大。人民币对美元的汇率主要由贸易顺/逆差（受贸易政策、各国经济活动等影响）、资本逆/顺差（受各国利差、市场情绪、投资机会等影响）和央行调控（行政干预：外汇管理措施、市场操作：外汇储备和投放基础货币）决定，其中资本的流动影响最大，央行的调控通常只能缓冲资本流动的影响。

图 2.3.1、国内黄金溢价一季度回落后震荡



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.3.2、国内白银溢价一季度回落后震荡下跌



资料来源：Wind 资讯 南华研究

一季度人民币对美元的汇率同样是受到加息预期兑现后的利多以及特朗普牛市后的回撤，另外 3 月美联储加息对汇率的走势也产生了一定的影响。

2.3.2. 二季度人民币或缓慢贬值 小幅利多国内金银价格

二季度美国财政部将发布最新汇率报告，预计不会将中国列为汇率操纵国，但随着包含边境调节税的税改方案的深入探讨，即使没有认定中国为汇率操纵国，预计未来贸易摩擦也将增加，另一方面，特朗普政府对于持续巨额的贸易逆差耿耿于怀，美国政府在积极研究减少贸易逆差的方法。

事实上事情都是两面性的。美国的贸易逆差与美元的国际储备货币地位是相辅相成的，美元的国

际储备货币地位为美国的融资、贸易等提供了诸多便利。特里芬两难虽然是针对布雷顿森林体系的，但在现有的国际秩序下，美国如果保持国际收支持续顺差将导致美元荒，如果保持国际收支持续逆差，将会影响对于美元的信心，现在是美国政府自身想改变持续逆差的现状。

中国的巨额贸易顺差虽然增加了国内的出口，但是积累起来的外汇储备对应着巨额的外汇占款，极大的增加了国内基础货币的投放，对于国内的通胀尤其是高房价贡献了很大一部分力量。

基本面方面，二季度美国经济复苏良好加息预期较强，中国经济也在好转货币政策略有收紧，预计央行也会跟随美联储的步伐进行一定的利率/货币市场操作，但幅度应该会小于美联储，所以利差会导致资本有流出的压力。但若特朗普政策不及预期，市场失望情绪较强的话，则人民币对美元有升值压力。

政治方面，中国希望人民币汇率保持基本稳定，外汇储备去年下半年至今年一月持续减少，2月小幅回升。美国希望减少贸易逆差同时不希望短期美元过强，两者均不容易实现，前值市场的力量会使人民币贬值，后者缺乏手段，因为中国政府已经在努力维持汇率的稳定。

近期人民币对美元维持震荡，预计二季度人民币对美元震荡缓慢贬值，小幅利多国内金银价格，恐慌性贬值可能性不大，因此国内金银的溢价预计不会大幅升高。

第3章 策略推荐

3.1. 黄金二季度或震荡小幅上涨

特朗普仍然在透支他的信誉，医改的拖延、税改的时间/规模、基建计划的时间/规模均具有很大的不确定性，边境调节税、贸易逆差的讨论预计将增加贸易战的担忧，这些将利多国际金价。美国经济在持续复苏，利空黄金的投资需求；美联储预计将继续讨论年内加息次数和未来缩表的进程，对黄金的影响中性略偏多，若6月份加息的话，则届时短期利空黄金。最新民调民粹的支持率下降，二季度法国大选可能只会轻微短期利多金价。

近期国际金价在1250美元/盎司附近震荡，短期关注ADP就业人数和非农数据，数据可能较好短期利空金价。预计二季度黄金或震荡上涨，上涨的幅度和强度主要取决于市场对特朗普政策的失望甚至恐慌程度，因二季度处于等待阶段，恐慌情绪或不强，上方第一目标位1300美元/盎司。

预计人民币二季度继续缓慢贬值，轻微利多国内黄金价格，预计人民币不会产生恐慌性贬值，因此国内黄金溢价预计将维持震荡不会大幅升高。建议二季度逢低买入国内黄金期货、现货，同时对于场外期权，推荐买入牛市价差期权或者看涨期权。

3.2. 白银或同样震荡小幅上涨

国内白银一季度末溢价大幅下跌，所以一季度涨幅非常小，仅为1.92%。一季度国内白银与上期所有有色金属指数相关系数为0.60，显示白银除了跟随黄金之外，与基本金属相关性还是比较高的。

基本金属价格受到国内去产能政策执行力度（部分受到罢工影响）、国内需求、国际需求（主要是美国基建计划）的影响，因基建计划悬而未决，预计二季度上涨动力不是很强。鉴于黄金二季度小幅看涨，白银预计二季度同样震荡小幅上涨。

建议逢低买入白银期货、现货，同时对于场外期权，推荐买入牛市价差期权或者看涨期权。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

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

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话: 0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

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

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

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: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

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: 0931-8805351

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: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话: 010-63161286

太原营业部

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、804、810、811 室
电话: 0451-58896600

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 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

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: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003
电话: 022-28378072

上海分公司

中国(上海)自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话: 02150431979

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: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房、2009 房
电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292777

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

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：0663-2663855

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 1 号楼 301、302、312、313 室式
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

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复
电话：0754-89980339

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，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我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