



## 通胀是焦点 金银或震荡下跌

### 摘要

三季度美国经济复苏基本良好股市持续上涨，但通胀率有所下滑，耶伦及美联储官员对通胀表达了担忧令市场预期加息将推迟，再加上特朗普政策推进艰难、种族冲突态度不明确尽失民心，黄金白银在三季度震荡上涨。9月FOMC会议宣布缩表并暗示年内还有一次加息、以及特朗普推出税改框架令金银近期承压下跌。

未来继续关注税改的进程，预计税改不会一帆风顺，将阶段性利多黄金白银。10月美联储人事变动或令放松金融监管期望再起或打击金银，耶伦大概率连任影响或不大；11月初FOMC会议或令加息预期再起，利空金银；12月8日债务上限短期炒作或利多金银，12月大概率将加息利空金银，但今年的加息预计影响会小于去年同期，因去年除了加息还叠加市场对特朗普当选的乐观情绪。除了以上因素之外美国通胀率若不能持续回升则将继续利多黄金白银。

综上，国际黄金大概率近期在1300美元/盎司附近震荡，下方支撑位1250美元/盎司，上方压力位1350美元/盎司。人民币对美元预计缓慢贬值，小幅利多国内黄金价格。

白银交易所库存高企，预计四季度表现或差于黄金，建议逢高做空，或可买入黄金卖出白银进行套利交易。

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

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	今年 ETF 增加不多 但金价震荡上涨 .....	3
1.1.	投资需求减少是黄金二季度价格震荡的主因 .....	3
1.2.	三季度 ETF 仅少量增加期货投机多头大增 金银价格上涨 .....	4
第 2 章	四季度重点关注 .....	5
2.1.	特朗普、通胀、加息是四季度价格主要影响因素 .....	5
2.2.	人民币对美元或震荡贬值 将小幅利多国内价格 .....	10
2.3.	欧洲四季度影响或不大 .....	11
第 3 章	策略推荐 .....	13
3.1.	关注通胀 国际黄金或震荡下跌 .....	13
3.2.	跟随黄金 白银波动或更大 .....	13
南华期货分支机构 .....		14

## 第1章 今年 ETF 增加不多 但金价震荡上涨

### 1.1. 投资需求减少是黄金二季度价格震荡的主因

今年二季度黄金供应环比增加，同比减少。需求中，ETF 需求以及金币金条需求等投资需求均大幅减少，是黄金价格持续震荡的重要因素。

另外白银 COMEX 交易所库存处于最近二十多年的最高位，交易所库存与价格呈负相关关系，或是压制价格上涨的重要因素。尤其是当黄金本身投资情绪不高时，白银的表现将更加弱势。

此前我们说过钯金的基本面供需情况最佳，今年前三季度钯金的走势确实比其他贵金属都要好。

表 1.1：黄金季度供需平衡表（单位：吨）

	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17
<b>供应</b>					
矿产金	793.8	849.7	848.0	766.0	791.2
生产商净对冲	24.0	-18.3	-23.0	-17.5	-5.0
回收金	342.5	337.3	256.9	283.2	279.7
<b>总供应</b>	<b>1,160.3</b>	<b>1,168.7</b>	<b>1,081.9</b>	<b>1,031.6</b>	<b>1,065.9</b>
<b>需求</b>					
制造业					
珠宝首饰	446.6	511.2	558.5	499.5	490.3
工业制造业	80.1	82.5	84.5	78.7	81.3
金币金条总需求	212.9	189.9	375.3	290.9	240.8
<b>ETF 及类似产品</b>	<b>237.4</b>	<b>145.5</b>	<b>-190.7</b>	<b>111.9</b>	<b>56.0</b>
央行及其他	78.4	88.8	118.5	82.2	94.5
黄金需求	1,055.4	1,017.9	946.1	1,063.2	962.9
盈余/赤字	104.9	150.7	135.8	-31.5	103.0
LBMA 黄金季均价 (\$/oz)	1,259.6	1,334.8	1,221.6	1,219.5	1,256.6
<b>现货黄金季环比%(\$/oz)</b>	<b>7.25</b>	<b>-0.41</b>	<b>-12.54</b>	<b>8.49</b>	<b>-0.60</b>
现货白银季环比%(\$/oz)	21.27	2.39	-16.97	14.80	-9.13
现货铂金季环比%(\$/oz)	4.63	0.34	-11.74	5.32	-2.70
现货钯金季环比%(\$/oz)	5.78	20.94	-5.63	17.16	5.85

资料来源：世界黄金协会 南华研究

## 1.2. 三季度 ETF 仅少量增加期货投机多头大增 金银价格上涨

因统计口径不同，本小节中的 ETF 增加量与上述供需平衡表中的 ETF 及类似产品的需求并不完全一致，但此处 ETF 统计比较及时，可以作为参考。

如下表所示，二季度国际黄金价格小幅下跌 0.81%，但 ETF 普遍少量增持超 2%，白银大跌 9%，白银 ETF 普遍增持 2-3%。

表 1.2: 黄金白银 ETF 持仓变动百分比（截止到 9 月 26 日）

	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17	Q3'17
COMEX 黄金 (\$/oz)	7.32	-0.45	-12.65	8.65	-0.81	4.49
主要黄金 ETFs 持仓	13.53	3.61	-11.99	2.27	2.1	1.18
SPDR 黄金持仓	15.96	-0.22	-13.27	1.23	2.42	1.18
COMEX 白银 (\$/oz)	21.65	2.39	-17.07	14.51	-9.03	1.32
主要白银 ETFs 持仓	1.16	5.35	-2.70	-1.84	3.11	-13.10
SLV 白银持仓	0.29	8.63	-5.79	-3.23	2.81	-3.78

资料来源: Wind 资讯 南华研究

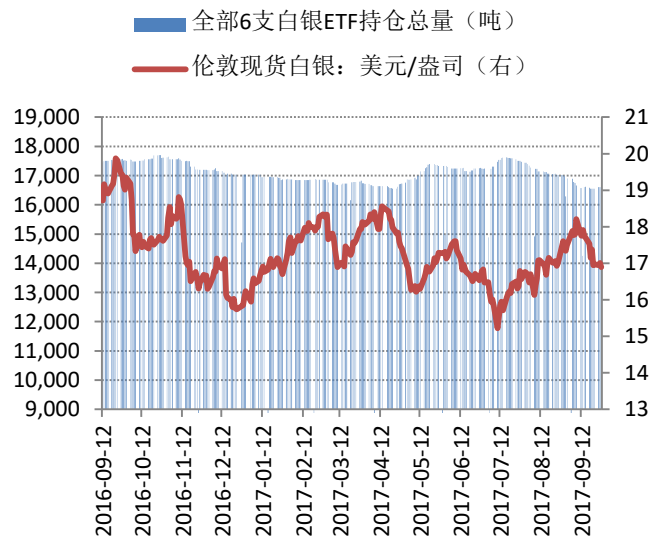
三季度情况有所不同，黄金白银价格涨幅扩大，但 ETF 增持量反而减少，其中黄金价格上涨 4.4%，ETF 仅增加 1.18%；白银价格上涨 1.32%，ETF 却大量减持，显示现货市场情绪不佳，市场对于黄金白银的投资热情在下降。

图 1.1、三季度黄金 ETF 持仓增加继续减少



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.2、白银三季度持仓大量减少

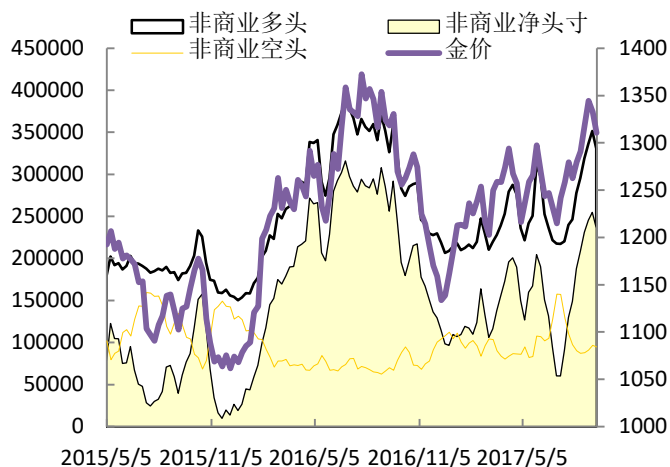


资料来源: Bloomberg 南华研究

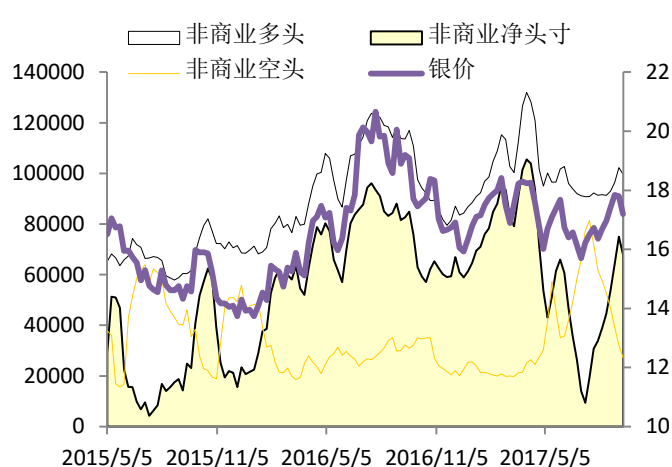
CFTC 持仓报告显示，三季度黄金非商业净多头先下跌后大幅增加，是价格先跌后涨的直接推手，目前非商业多头持仓维持在高位，但期货市场的持仓对情绪非常敏感，波动也非常大。白银持仓基本与黄金类似，也是先跌后涨，与价格走势基本一致。

图 1.3、三季度黄金非商业多头先减仓后大量增仓

图 1.4、三季度白银非商业净多头同样先减后增



资料来源：Bloomberg 南华研究



资料来源：Bloomberg 南华研究

## 第2章 四季度重点关注

### 2.1. 特朗普、通胀、加息是四季度价格主要影响因素

6月美联储鹰派加息打击金银，但随后公布的通胀率持续下滑、而耶伦和美联储对待通胀立场偏鸽派令加息预期持续下滑，持续利多金银。特朗普政策推进缓慢以及对种族冲突态度含糊令其尽失民心，朝鲜的核试验、担忧飓风对经济的影响等避险情绪助推金银进一步大涨。此后避险情绪回落以及9月FOMC会议暗示12月将再次加息、特朗普推出税改框架等打击金银近期大跌。

那么接下来在四季度我们应该继续重点关注特朗普的政策推进、通胀率的走势以及美联储12月份是否加息。

#### 2.1.1. 经济复苏持续 美股表现良好

如表 2.1.1 所示，三季度美股表现基本良好，主要因经济复苏基本良好，其中金融行业指数不及综合指数，显示特朗普交易表现不佳，主要因特朗普在种族冲突事件中表态含糊尽失人心以及政策推进缓慢等。

美元指数下跌 2.78%，也主要是受到市场对特朗普的信心以及加息进程的影响。10年期国债收益率下跌 7 个基点，显示市场还是有一定的避险情绪的，收益率基本与黄金价格负相关，很大程度上受到加息推迟或者较快的影响。CRB 指数上涨得益于原油价格的上涨以及工业品等商品的上涨。

综合来看，美元、国债和黄金受到市场情绪影响较大，其中美元、金融行业股票对特朗普政策比较敏感，黄金和国债对加息以及特朗普均比较敏感，美股指数一般对经济表现、市场信心更为敏感。

表 2.1.1: 美国 2017 年三季度金融市场表现% (截止到 9 月 26 日)

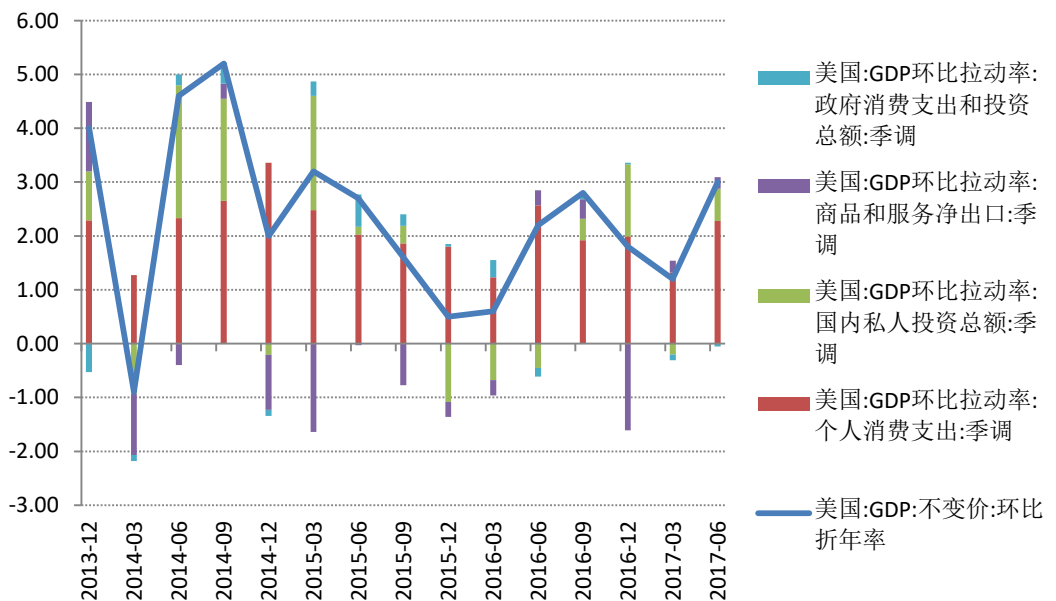
	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17	Q3'17
COMEX 黄金主力收盘价	7.32	-0.45	-12.65	8.65	-0.81	4.49
COMEX 白银主力收盘价	21.65	2.39	-17.07	14.51	-9.03	1.32
美元指数	1.65	-0.74	7.07	-1.82	-4.71	-2.78
10 年期国债收益率 (基点)	-30	9	85	-6	-8	-7
纳斯达克综合指数	-0.56	9.56	1.34	9.82	3.87	3.90
道琼斯工业平均指数	1.38	1.66	7.94	4.56	3.32	4.38
标普 500 综合指数	1.90	2.91	3.25	5.53	2.57	3.03
SP500 波动率指数(VIX)	12.04	-16.19	5.64	-11.89	-9.62	-9.03
标普 500 金融行业指数	1.54	3.64	20.48	2.08	3.80	2.95
CRB 指数	12.93	-4.92	3.33	-3.44	-5.98	4.93

资料来源: Bloomberg Wind 资讯 南华研究

今年二季度美国 GDP 大幅提升达到 3%，其中大部分来自于个人消费支出大幅增加贡献了 2.28%，国内私人投资增加贡献了 0.6%，同时由于美元持续贬值，净出口带来了+0.21%的拉动作用，而政府消费支出和投资则贡献了-0.05%。

个人消费和私人投资增加显示美国的经济以及市场信心都在好转，汇率对经济也是正面的作用。

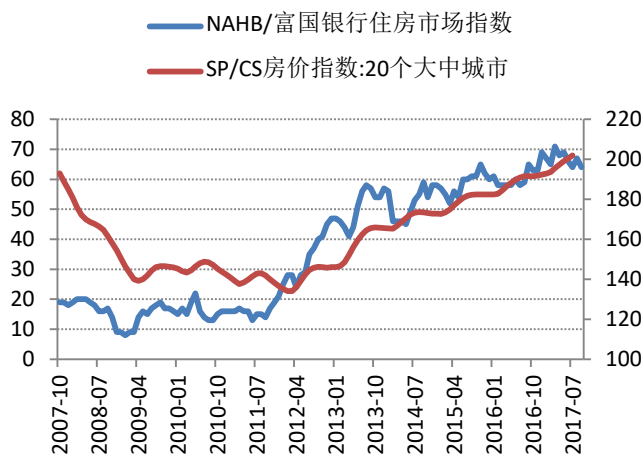
图 2.1.1: 2017 年二季度美国 GDP 大幅好转



资料来源: Wind 资讯 南华研究

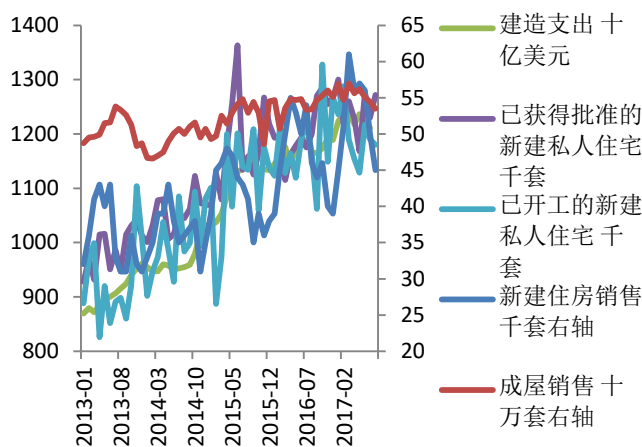
如图 2.1.2 所示，美国房地产市场二三季度基本良好，活跃度虽然小幅回落，但房价持续上涨。另一方面，图 2.1.3 中，房地产其他各项指标均显示，目前房地产处于上升的趋势中，部分指标回落基本属于正常水平。目前各项指标中，仅建筑支出、住房市场指数和房价基本达到或者接近金融危机前的水平，其他多项指标与危机前仍有差距。因此未来房地产市场应该仍有发展空间，四季度房地产市场将继续复苏。

图 2.1.2、房地产活跃度小幅回落价格持续上涨



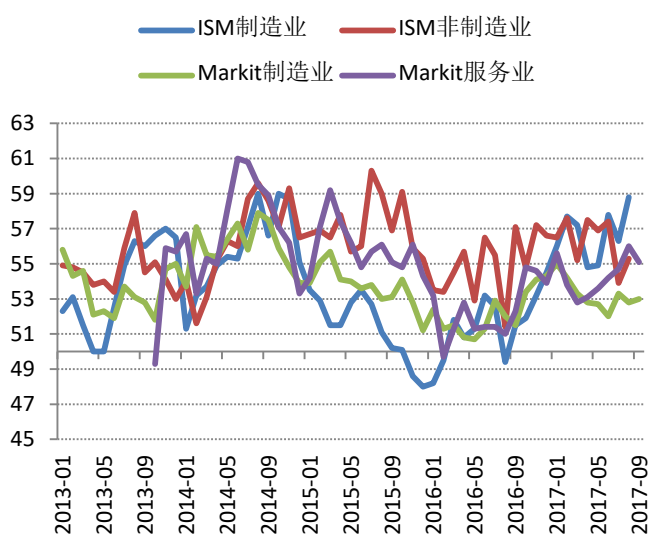
资料来源：全美房屋建筑商协会 标准普尔 南华研究

图 2.1.3、房地产各项数据长期普遍较好短期部分下滑



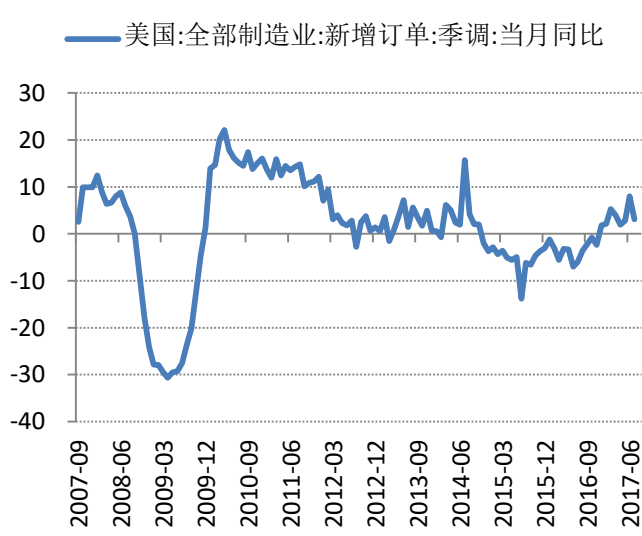
资料来源：美国商务部 南华研究

图 2.1.4、三季度 PMI 普遍表现较好



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.5、制造业新订单短期回落总体趋势向上



资料来源：Wind 资讯 南华研究

三季度各项 PMI 表现普遍较好，显示实体经济信心较强。而制造业新订单短期有所回调但总体处于上升的趋势，消费者信心指数维持在高位。

总体来看，美国经济复苏较为强劲，房地产复苏也基本良好，这是美股持续上涨的基础，而加息与否以及特朗普的政策对美股的影响相对较小，特朗普交易主要是美元汇率、金融行业等。

## 2.1.2. 通胀、12月是否加息是关键

美联储现任主席耶伦的主席任期将于 2018 年 2 月 3 日到期，预计 10 月份特朗普将提名下任主席人选。目前耶伦对特朗普的政策有一定的妥协也有自己对于监管、美联储独立性以及加息方面的坚持，特朗普也保留了耶伦连任的可能性，并且暂时也没有其他更好的人选，因此我们预计耶伦连任的概率较大，对市场的影响或不会太大。若任命其他人，或引起市场的担忧，金银或将上涨。

除耶伦外，美联储副主席 Fischer 已经提交了辞呈，将在 10 月 13 日左右卸下美联储副主席和联储理事职务，Fischer 此前曾公开反对特朗普的放松金融业监管政策。今年 7 月份，特朗普提名了 Randal Quarles 出任美联储负责银行业监管的副主席，Quarles 支持总统放松对金融业的监管，但货币政策偏鹰派，Fischer 的辞职更加扫清了放松监管政策的障碍。

加上现有的三个联储理事空缺，美联储 10 月份将有四个职位空缺。目前 Quarles 仍未通过参议院的表决。未来特朗普可以通过提名符合他想法的美联储理事来施加他本人对货币政策的影响力。特朗普此前曾公开表示喜欢低利率政策，但是从可能提名耶伦连任、提名的 Randal Quarles 虽然支持放松监管但货币政策偏鹰派以及自上任以来仅提名了一位美联储理事来看，特朗普想要完全实现他个人压低利率促进经济增长、放弃美联储独立性为总统服务、放松监管刺激经济增长等目标存在难度。未来职位空缺大概率很难全部填上，放松监管大概率将实现，但货币政策或许较难变得更宽松。

若美联储大幅放松监管，则利多金融行业股票和经济增长，对黄金白银的投资和价格有一定的打击。

表 2.1.2: 2017 年四季度 FOMC 议息会议时间表

时间（美国东部时间）	决议内容
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

美国经济在持续复苏，失业率保持在低位，基本已经实现充分就业。但是通货膨胀率今年出现明显的持续下滑，加上耶伦以及美联储表达的对于通胀的担忧，曾一度令市场认为加息会推迟，是今年尤其是三季度黄金价格上涨的一个重要原因。

但是在最近的 9 月 FOMC 会议后，美联储宣布如期缩减资产负债表，利率预测点阵图显示 12 月还有一次加息。会后的新闻发布会上，耶伦认可经济表现良好，不排除通胀若持续会改变加息政策的可能，但目前仍认为通胀下降是暂时现象。称除非经济受到重大冲击，否则不会调整缩表。预计飓风会影响到近期的经济数据包括通胀，但不会让经济偏离正轨。

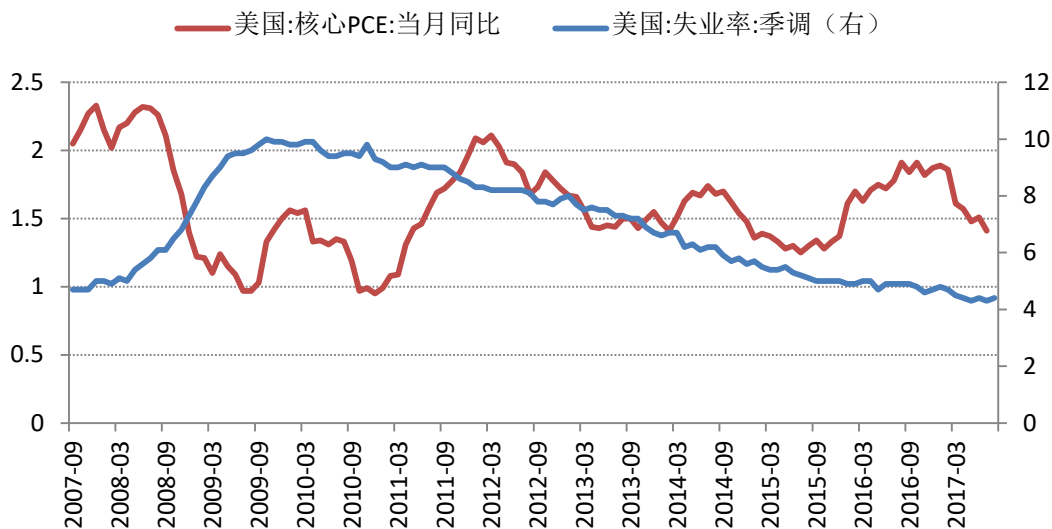
本周耶伦的发言进一步强化了加息的预期，一方面承认可能高估通胀，另一方面警告加息不能太慢，持续宽松会危及金融稳定，劳动力市场也可能过热造成难以克服的通胀问题引发衰退。耶伦也希望一旦经济形势恶化，美联储有降息的武器。

目前市场预期的 12 月加息概率升至 71.7%，加息预期在近期的骤然升温大大打击了黄金白银的价格。受飓风的影响未来短期的经济数据即使较差对年底加息也基本没有影响，但是美联储也在密切关注经济表现，因此未来通胀数据表现、经济数据表现都可



能使得加息预期出现波动从而影响到金银的涨跌。尤其是通胀数据，未来若没有好转则将继续利多黄金白银。

图 2.1.6: 美国失业率持续下降但通胀率近期明显回落



资料来源: Wind 资讯 南华研究

### 2.1.3. 特朗普是重要的不确定性因素

特朗普近期披露了“历史性”税改框架令市场风险情绪高涨，也是打击黄金白银价格的一个重要因素。近期参议院再次放弃对医改投票，特朗普称医改立法将推迟至明年一季度投票。

但事实上税改面临缺乏细节、预算平衡以及参议院和众议院投票的问题。未来重点关注十一假期期间或者之后参议院预算决议，这可能关系到税改的可行性。预计年底前税改不会一帆风顺，这将阶段性利多黄金白银。

此外 10 月 Fischer 离职后，关注 Quarles 何时通过参议院表决，届时可能因放松金融监管期望再起而打击金银。

12 月 8 日还面临债务上限的问题，特朗普寻求废除债务上限，我们认为不会成功，短期的炒作可能利多黄金。

此前我们认为 12 月美联储大概率不加息是过于看重特朗普对美联储的影响以及对通胀比较担忧，目前来看，耶伦仍较为坚持渐进式加息的节奏。预计飓风的影响有限，经济数据可能受影响不大，这样美联储大概率将在 12 月加息。但我们认为今年的加息预计影响会小于去年同期，因去年除了加息还叠加市场对特朗普当选的乐观情绪。

综上，国际黄金大概率近期在 1300 美元/盎司附近震荡，下方支撑位 1250 美元/盎司，上方压力位 1350 美元/盎司。

#### 2.1.4. 贫富差距扩大 民粹主义普遍崛起长期利多黄金

因全球的超低利率、QE 等宽松的货币政策持续时间较长，贫富差距在显著扩大。波士顿咨询公司的最新报告显示，占全球人口 1% 的人拥有全球 45% 的财富，创历史新高。再以美国为例，目前美国的贫富差距也创历史新高。根据美联储的调查，2016 年美国排名前 1% 的家庭收入占比达到 39%，2015 年时为 24%，1989 年时为 30%。城市地区和非城市地区的收入、平均家庭财产的差距都在显著扩大，达到 2.5 万美元和接近 50 万美元，“在过去的 30 年里翻了两倍多”。

贫富差距扩大将带来一系列问题，包括因富人边际消费很低将影响消费，令通胀低迷，同时资产投资将增加促使资产价格膨胀，还有政治上的民粹主义崛起等问题。随着英国脱欧、特朗普当选、德国民粹主义政党二战后首次进入议会等，全球民粹主义崛起的趋势越来越明显。

另自从特朗普当选美国总统之后，朝鲜核试验问题爆发的次数增多，因特朗普口头态度激烈，朝鲜也不甘示弱，同时朝鲜方面试验次数也有增加的趋势。但因市场普遍相信不会爆发军事冲突，因此通常都是短期一两天的影响，随后避险情况回落一般促使金银再跌回上涨之前的价格。预计四季度该规律不会改变，因朝鲜问题持续发酵始终是地区安全稳定的隐患，对金银中长期有一点利多的影响。

民粹主义崛起再加上朝鲜核试验等问题，未来全球的政治环境趋于恶化，避险需求将增加，对黄金长期价格有提振作用，但预计这种影响较为缓慢，只有当有相关事件冲击时才会爆发。

#### 2.2. 人民币对美元或震荡贬值 将小幅利多国内价格

自去年四季度以来人民币对美元的波动幅度非常大，对国内金银价格造成了很大的影响。下表中的数据显示，去年四季度人民币对美元大幅贬值，缩小了国内金银的跌幅，而今年前三季度，人民币对美元逐步升值，使得国内金银表现较外盘更弱。三季度人民币升值幅度更是扩大，国内黄金仅上涨 2.29%，而白银更是下跌 2.37%。

表 2.2.1：中国贵金属市场三季度表现远不及外盘%（截止到 9 月 26 日）

	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17	Q3'17
上期所黄金主力收盘价	10.48	0.81	-4.89	2.67	-1.11	2.29
上期所白银主力收盘价	19.32	4.97	-3.59	1.92	-4.27	-2.37
美元兑人民币：即期汇率	2.72	0.40	4.19	-0.83	-1.62	-2.20

资料来源：Wind 资讯 南华研究

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。

今年以来人民币对美元升值主要是因为特朗普政策推进缓慢、美联储加息预期推迟等因素。三季度人民币对美元的升值曾引起央行的注意，采取降低外汇风险准备金率至 0 的措施，结合美国国内市场风险情绪好转，导致了近期人民币对美元持续贬值，目前持续的贬值暂未造成国内金银溢价的上涨。

图 2.2.1、国内黄金期货较外盘现货的溢价震荡回落

图 2.2.2、国内白银期货较外盘现货以及也是震荡回落



资料来源：Wind 资讯 南华研究

资料来源：Wind 资讯 南华研究

国内供给侧改革、环保限产曾令市场有“新周期”的争论，乐观情绪高涨，应该是之前人民币大幅升值的一个重要影响因素。但近期市场逐渐意识到这些措施导致的是“供需双杀”而令较多工业大宗商品价格大幅下跌，市场情绪也出现转向，是人民币对美元贬值的另一个重要原因。

我们认为特朗普的税改不会一帆风顺，美国国内的乐观情绪也不会一直高涨，国内供需双杀的影响也不会特别大，只是大宗工业品再次单边大幅上涨可能性不大，同时国内严厉的房地产调控措施也将伤害到大宗工业品的需求，“金九”效应不复存在，预计房地产放缓可能会影响到国内整体市场情绪。

因而美国与国内相比，美联储加息预期再起，国内情绪不太乐观，故而人民币对美元在四季度大概率仍将贬值，但美国情绪不会一直乐观，故贬值的幅度或放缓，将小幅有利于国内金银价格。

### 2.3. 欧洲四季度影响或不大

欧洲经济普遍复苏，货币政策讨论的焦点在缩减 QE，而金融市场上，三季度欧元区市场普遍乐观，股票指数多数上涨，其中意大利股指涨幅接近 9%，主要国家中仅西班牙有所下跌。10 年期国债收益率西班牙和希腊有所上升幅度不大，其他国债普遍下降。

鉴于欧元区经济复苏、美国市场对特朗普失望情绪较强，欧元对美元三季度升值 3.29%，升值幅度相对二季度有所放缓，事实上进入 2017 年以来，欧元对美元就处于持续升值的通道，近期有所回调。

表 2.3.1：欧元区 2017 年三季度金融市场表现乐观%（截止到 9 月 26 日）

	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17	Q3'17
<b>欧洲股市</b>						
欧盟斯托克 50 价格指数	-4.67	4.80	9.60	6.39	-1.69	2.75
德国 DAX30 指数	-2.86	8.58	9.23	7.25	0.10	2.27
法国 CAC40 指数	-3.37	4.97	9.31	5.35	-0.04	2.89
意大利富时 MIB 指数	-10.59	1.25	17.28	6.54	0.45	8.97

西班牙 IBEX35 指数	-6.42	7.55	6.52	11.88	-0.18	-2.44
<b>10 年期国债收益率(基点)</b>						
德国	-28	1	33	12	14	-4
法国	-30	0	50	28	-16	-10
意大利	4	-7	63	50	-16	-3
西班牙	-27	-28	50	28	-13	7
希腊	-30	-1	-117	-12	-156	22
<b>汇率</b>						
欧元兑美元	-2.49	0.53	-5.56	1.42	6.74	3.29

资料来源: Bloomberg Wind 资讯 南华研究

9 月份德国大选中默克尔领导的联盟党在议会选举中获得最多选票，默克尔成功开启第四个总理任期，但反欧盟、反移民的民粹主义另类选择党（AfD）迅速崛起，得票率排名第三，成为 1945 年以来首次进入德国联邦议会的极右翼政党。未来如何组阁是关注重点，预计四季度对市场影响不大，但民粹主义崛起的这种趋势在长期令人担忧。此外英国脱欧继续缓慢艰难推进，预计对市场影响也不大。

未来四季度预计欧元区经济复苏将持续，大概率没有特别重大的政治经济事件冲击，货币政策将走向逐步退出宽松的方向，对黄金白银大概率没有重大影响，主要关注美国市场以及人民币对美元的汇率。

## 第3章 策略推荐

### 3.1. 关注通胀 国际黄金或震荡下跌

由此前的经验来看，美国总统特朗普的政策推进、美国通胀的进展、美联储的货币政策将决定黄金白银的走势。

在接下来的几周美国参议院预算决议将关系到税改可行性，预计年底前税改不会一帆风顺，或将阶段性利多金银；10月美联储人事变动或令放松金融监管期望再起或打击金银，耶伦大概率连任影响或不大；11月初FOMC会议或令加息预期再起，利空金银；12月8日债务上限短期炒作或利多金银，12月大概率将加息利空金银，但今年的加息预计影响会小于去年同期，因去年除了加息还叠加市场对特朗普当选的乐观情绪。

除了以上因素之外美国通胀率若不能持续回升则将继续利多黄金白银。

综上，国际黄金大概率近期在1300美元/盎司附近震荡，下方支撑位1250美元/盎司，上方压力位1350美元/盎司。人民币对美元预计缓慢贬值，小幅利多国内黄金价格。

### 3.2. 跟随黄金 白银波动或更大

白银三季度虽然跟随黄金有所上涨，但涨幅远不及黄金，由于白银交易所库存高企，预计四季度压力或仍较大，预计白银四季度将震荡下跌，跌幅或超黄金，建议可以买入黄金卖出白银进行套利。

针对场外期权，建议可以买入熊市价差期权或者看跌期权。

# 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

## 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

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元  
电话: 021-20220312、021-50431979

## 上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元  
电话: 021-20220312、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

广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元  
电话: 020-38904626

## 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

#### 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 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

#### 桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层  
电话：0573-83378538

#### 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

#### 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 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  
式  
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](http://www.nanhua.net)