

广发金视点

2014 年 4 月 1 日

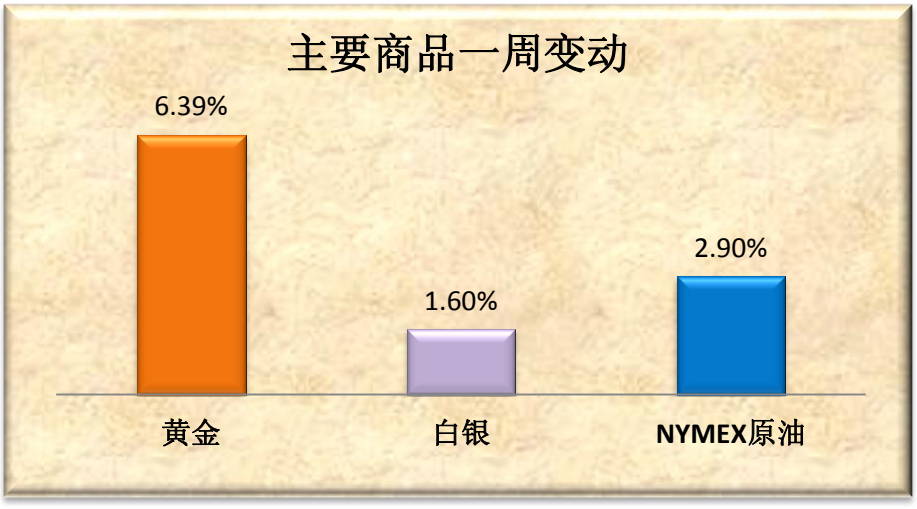
一、市场综述

耶伦暗示提前加息　黄金白银冲高回落

2014 年开年黄金价格便一路扶摇直上，展开强势反弹，且最高升至 1391 一线，较年初上涨近 15%。但自 3 月中旬以来，美联储宣布加快缩减 QE 后，加之部分投资者获利了结，金价则转身进入下行通道，尽显疲态，并大幅回吐了之前近半涨幅。而相较于黄金，白银开始的反弹力度不仅明显偏弱，且后期跌势比黄金更为惨重。不过，贵金属在第一季度仍有斩获，黄金上扬了约 6.4%，白银则回升了 1.6%。

第一季度里的美联储货币政策会议上仍按部就班继续缩减每月购债规模，且并未受到美国去年底至今年初的严寒恶劣气候给经济带来的负面影响阻碍，而被视为美联储“鸽派”掌门人的耶伦，在其主持的首次联储新闻发布会上竟意外释出提前加息的信号，更在金融市场上掀起一番波澜。美国经济数据方面，虽然 1 月出炉的去年 12 月的非农就业人数令人大跌眼镜，但随后两个月的数表现则令人欣慰，与此同时，美国的零售及房屋等行业也呈现出了一定的回暖迹象。而即将来袭的 3 月非农也是市场观察美国经济是否真正摆脱“严冬魔咒”的重要判断线索，并很可能会为美元指数能否有效突破重要阻力位带来指引，从而影响贵金属价格的进一步走向。

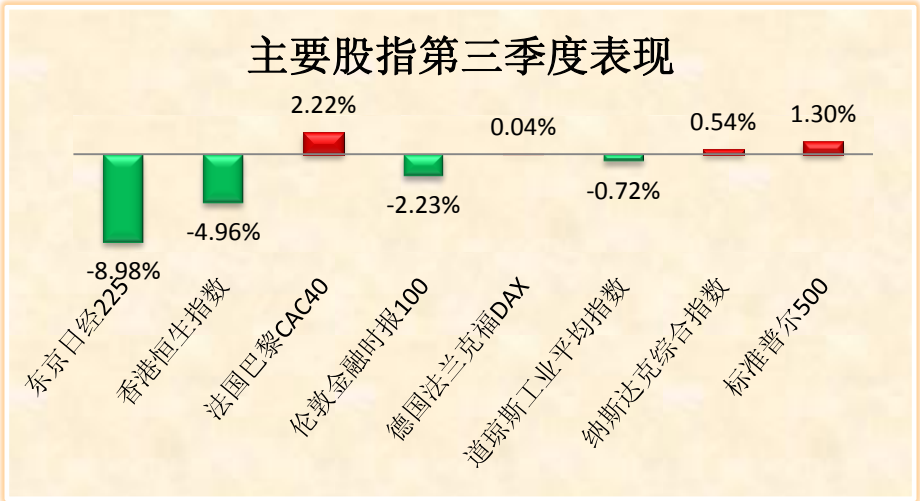
而随着气温回升，美国经济再现好转，同时，欧元区的重债国经济也有所企稳，有序退出国际救援并开始重返债市，这样，不断增强的市场风险意愿将打压贵金属价格进一步走低。不过，仍未完全消散的地缘政治危机以及市场对欧洲央行进一步宽松的预期，仍可能会令贵金属的避险和抗通胀功能得以彰显，并利好金银价格再度反弹。

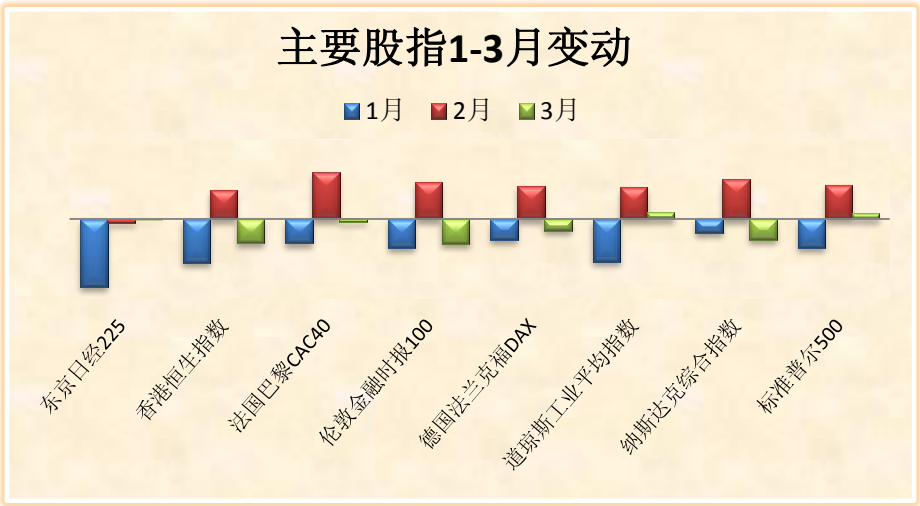


二、影响因素分析

周边市场表现

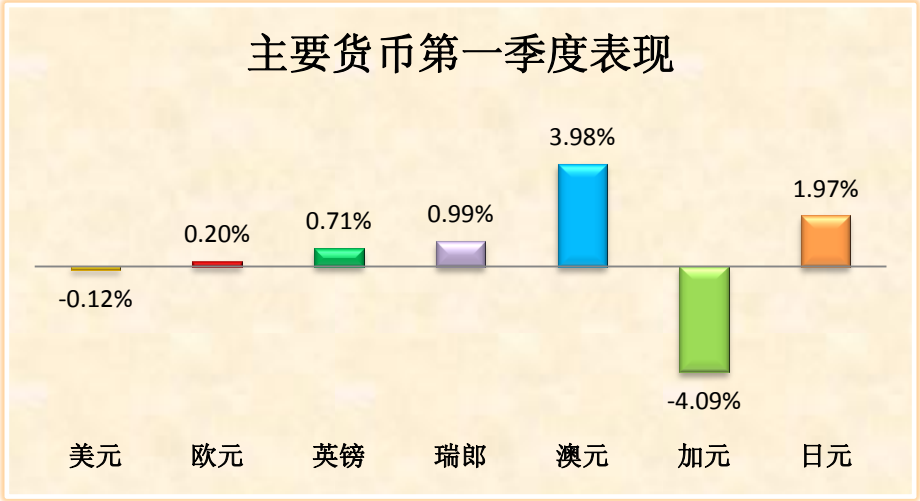
- 日本股市跌幅惨重，欧美股市走势分化

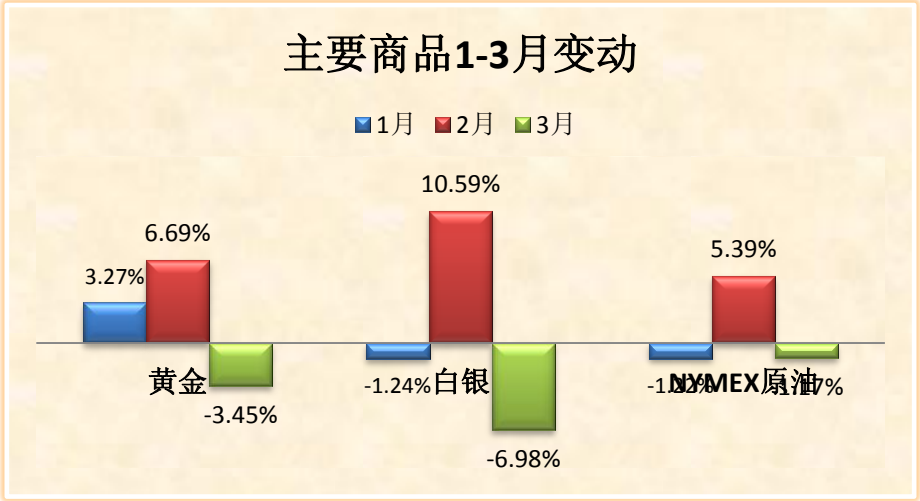




2014 年第一季度的全球股市经历了 1 月份调整之后，2 月则出现了反弹走势而到了 3 月份涨幅却明显收窄，主要是由于市场对于美联储 1 月份收紧 QE 开始，然而随着美联储 3 月议息结果保持 QE 不变，导致 3 月份的股市的上涨有所放缓，其中本季度表现最差的当属亚太股市中的日本和香港股市，跌幅高达 8.98%和 4.96%，受制于中国经济持续表现低迷的影响。而欧洲股市则出现分化，法国方面由于经济表现良好股市录得微幅上扬。市场对于美国股市后期的走向更多依赖于加息政策以及美国经济的持续增长状况而决定。

- 黄金白银冲高回落，美元指数走势震荡



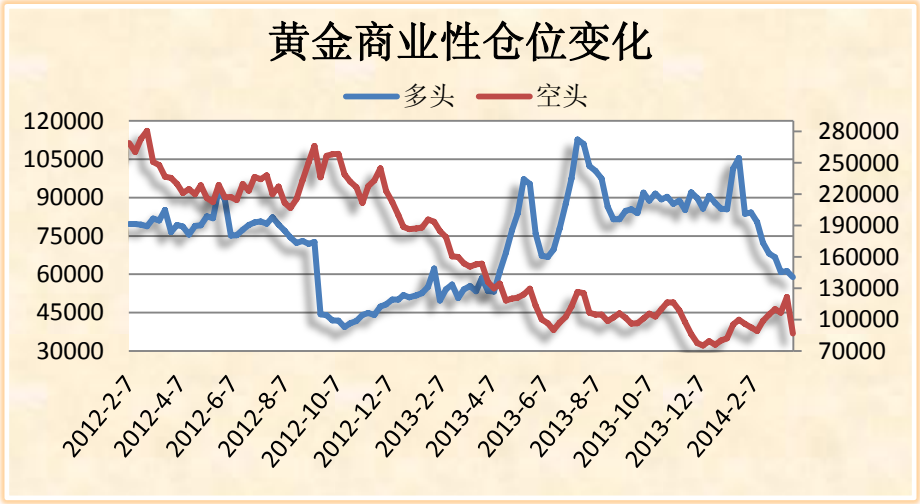


2014 年第一季度贵金属走势形成过山车走势，前 2 个月出现持续上涨态势，而到了 3 月份则出现了单边下跌态势。3 月份的美国 QE 再次维持缩减政策，导致金价出现大幅下跌走势。

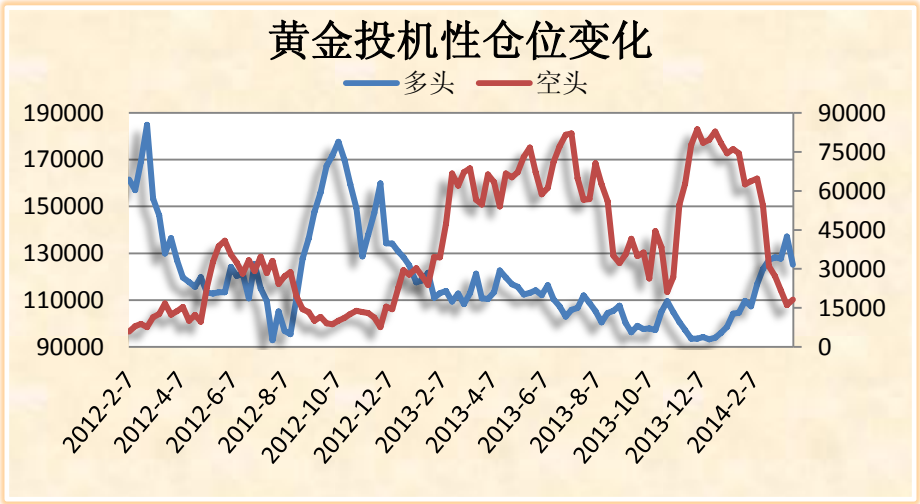
外汇方面，美元在第一季度未能出现上涨态势，尽管此前美国两次宣布缩减 QE 规模但对于美元来说影响较小，均出现震荡走势未出现明显的上涨行情，导致美指本季度未能收涨，由于美国方面的数据时好时坏令市场充满了不确定性，后期一旦美国方面解决的经济不确定的低迷表现，美元将迎来新的黎明。

CFTC 持仓报告分析

黄金 CFTC 持仓

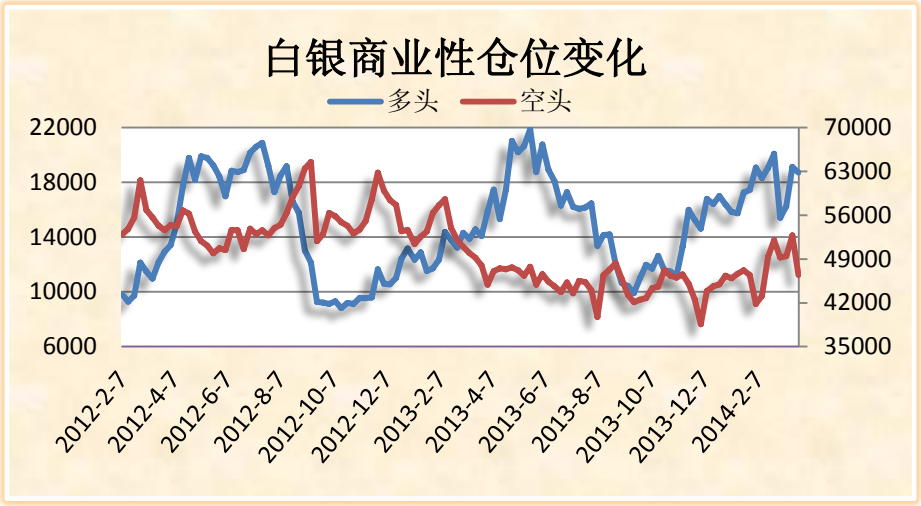


根据 CFTC 持仓报告显示，黄金第一季度的商业性多头仓位持续下降，表明生产活动已经出现了非常萎缩的状态，并且由于 1 季度的金价走势形成过山车行情，3 月份则出现了投资者获利了结的影响。而商业性空头仓位则再次出现了小幅回升的状态，表明市场对于后期黄金的走势看空的思路有些抬头，但还需要多方的进一步的确认。

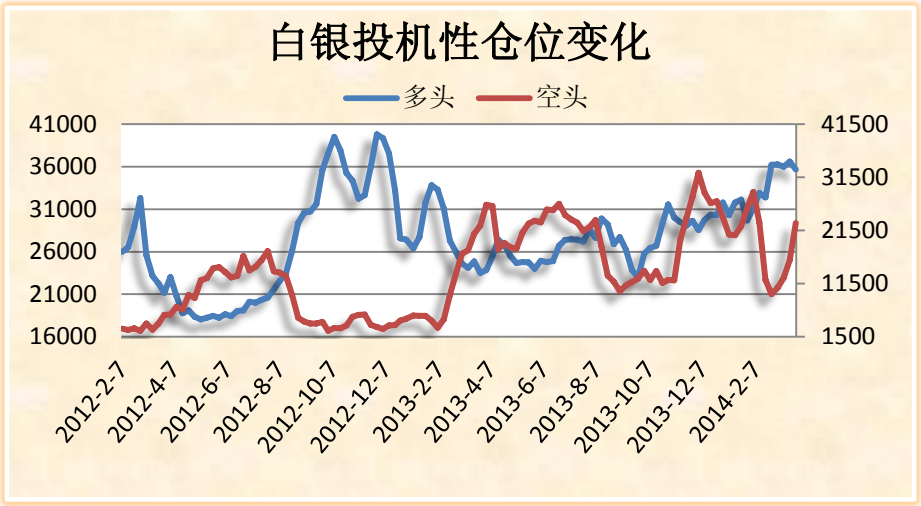


根据 CFTC 持仓报告显示，黄金第一季度的投机性多头仓位初步攀升，但短期则出现了调整，表明市场做空的意愿相对加强，而投机性空头力量也有些抬头，表现短期将会考虑方向性的选择，如一旦多头力量不足，那金价将重回跌势。

- 白银 CFTC 持仓

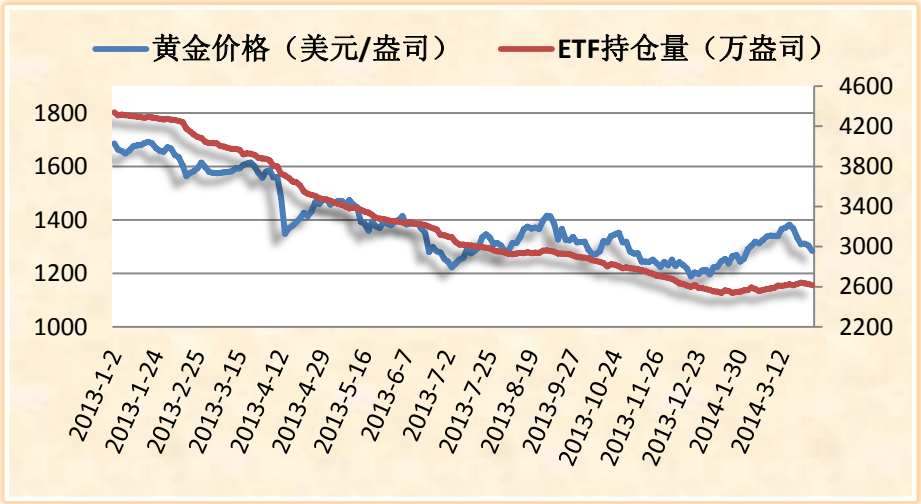


根据 CFTC 持仓报告显示，白银第一季度中投机性多头再度上扬至前高附近后再度出现回落，近期银价也出现了持续下跌走势，并不断创出了新低，这也意味着在当前水平市场进一步做空的意愿有所加强，市场开始更倾向于进一步做空意愿，当前投机性空头有所上扬也支撑银价近期的震荡走势，后期还需更多的美国数据及更确定的经济走势才能令市场重新获得活力。

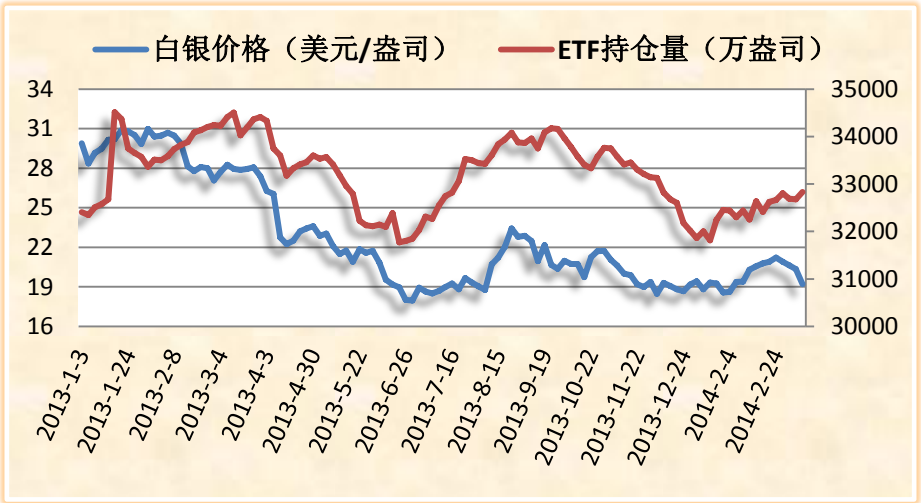


根据 CFTC 持仓报告分析，白银的多头的投机性仓位出现不断攀升，但短期则出现回落，但是这一信号是也反应出白银的近期走势状况。未来如果投机资金开始撤出投机性多头仓位，将引发大面积的下跌，但是真正意义的下跌则需要投机性空头仓位保持持续增加的状态。

ETF 基金持仓变化



ETF 基金第一季度出现过山车的走势，一季度前期出现了持续增持的动作，但是由于大方向美联储收紧 QE 的预期没有改变，只是时间问题而已，所以在金价反弹过程中，依然出现了大量的抛盘，在美联储没有决定收紧 QE 的时间表前，预计这一抛盘都将压制金价的走势。



白银 ETF 基金第一季度的持仓异于黄金，在白银价格反弹之后重启跌势过程中，白银 ETF 持仓一路上扬，并且在近期出现不断走高态势。一方面由于收紧 QE 的预期导致抛盘压制白银价格，另一方面美国经济回升的预期也导致相应买盘的增加。但是当前美国经济仍陷入复苏缓慢状态将打压这一类买盘，但是收紧 QE 的抛盘依然存在，所以随着时间流逝预计白银空头将重掌市场。

三、季度观察

美联储进入加息预定轨道？

美联储公开市场委员会在最近 3 月份的议息会议后公布了利率决议。会议决定维持联邦基金利率在 0-0.25%不变，并削减购债规模 100 亿美元至 550 亿美元。在美联储宣布将的每月购债规模缩减至 550 亿美元中，购买抵押贷款支持证券 250 亿美元，购买国债 300 亿美元。同时，美联储宣布放弃 6.5%的失业率为升息的前瞻性指引。

本次会议按说基本符合市场预期，毕竟在前期美联储的政策给市场的印象相对清晰，就是稳步收缩购债的规模，这从最近几次的美联储议息会议的决议结果也看的非常清晰，每次缩减购债 100 亿美元的规模。但 3 月的美联储议息会议结束后却引发市场一片热议，其中焦点集中在未来加息的时间表上。

鸽派耶伦的鹰派表述

此次会议美联储重申如果数据显示就业市场进一步改善，并且通胀升向长期目标，联储将可能将继续以审慎的步伐进一步缩减购债规模。美联储购买资产不是在预先设定的进程中，是否继续购债将取决于经济前景以及资产购买效果和成本的评估。同时美联储还表示即使就业和通胀接近符合目标水准，仍可能在较长期维持联邦基金利率低于正常水准不变。



之前从伯南克执掌美联储开始，倾向奉行政策前瞻性指引，其中为加息设定的主要参考条件是失业率达到 6.5%水平。从耶伦接掌美联储后，基本延续了伯南克的预期管理的政策模式，虽然只是前提条件发生了改变，但市场对耶伦的言论却理解不一，有的甚至认为作为传统鸽派的代表人物，此次却有偏于鹰派的表态。

耶伦在议息会议后的新闻发布会上表示，就业或通胀离目标水准的差距越大以及差距维持的时间越久，联邦基金利率可能维持在近零水准的时间就会越长。另外，耶伦指出在购债结束后，将会有“相当长的一段时间”保持利率在低位，“相当长的一段

时间”可能是六个月左右。此番言论可谓一石激起千层浪。在耶伦发表上述讲话几秒钟后，标普 500 指数就重挫 1%。一些批评人士则指责耶伦太坦率、太具体，他们说，美联储经常因为不透明而受到抨击。

在 16 位美联储高官中，有 13 位预计短期利率会在 2015 年上调，只有一位认为利率今年将上调，2 位认为首次升息时点在 2016 年。官员们的加息时间预期观点正在朝 2015 年集中，在去年 12 月，17 位委员中有 12 位认为 2015 年会加息，有两位预计预计在 2014 年，3 位预计在 2016 年。

似真似幻的加息节奏

乍看上去，美联储加息的时间表已经呼之欲出了，但令市场困惑的是，美联储加息所给出的设定条件，却又发生了改变，美联储此前将基准利率和失业率指标的表现挂钩，美联储这次放弃了两者的直接联系，并称将根据更为广泛的数据表现来决定何时提升短期利率，这些参数包括就业市场环境、通胀和金融市场环境。美联储仍坚持在退出购债行动后的“相当长时间内”维持零利率政策。



就在耶伦表态后不久，费城联储主席普罗索 3 月 25 日称，投资者似乎“误解”了美联储公开市场委员会发布的加息时机预估。他认为，首次加息将取决于经济形势和美联储的目标。他补充称，过去几次政策会议上，FOMC 下调其长期美国国内生产总值(GDP)增速预期的事实，反映出认识到经济在衰退后发生长期“结构性”变化。

著名机构高盛 3 月 26 日撰文表示，上周美联储决议给出了一系列错综复杂的信息。一方面，对 2016 年首次升息的预期已因耶伦的讲话被修正至 2015 年。另一方面，美联储声明又清楚地表明货币政策并无发生改变的信号。在综合因素的影响下，市场对美联储升息时点的预期已与美联储的预期有所差异。更重要的是，“6 个月”的言论令市场认为最快可能于 2015 年 4 月升息。但本行认为投资者对此次声明的内容不应逐字深究，特别是本行美国团队仍认为美联储首次升息时点将在 2016 年一季度。

就在 3 月的最后一个交易日，耶伦再度发表讲话，此次她明显谨慎许多，不仅表明宽松措施以及低利率将很可能在一段时间内继续执行，而且也避免再度提及“六个月”。耶伦说，美国这一全球最大的经济体

将在“一段时间内”需要美联储的刺激措施，着也在一定程度上缓解了投资者有关利率可能会早于先前预期攀升的顾虑。

美联储加息影响几何？

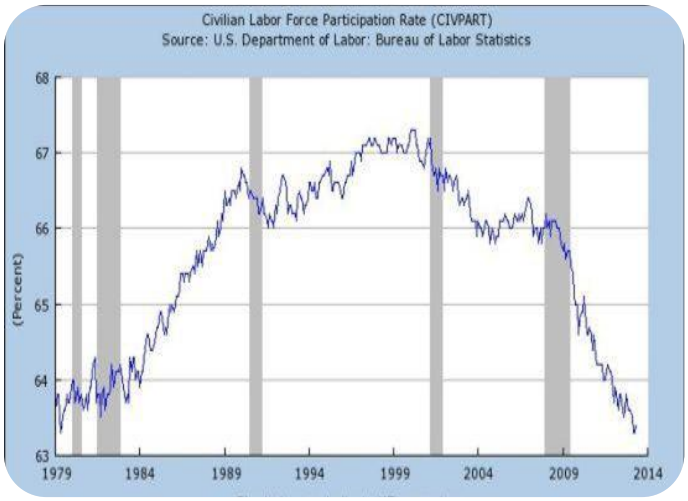
不论耶伦的言论还是美联储官员和机构的表态，最终都要归结到投资方向以及策略制定上来。从美联储议息后的表现看，美元还是收益出现上涨，虽然目前讨论加息节点还为时尚早，但随着美联储在货币政策例会上逐次削减每月购债金额百亿美元，美联储官员讲话内容也较投资者原先推测的更为强硬，总体市场氛围还是兑美元有利，那毕竟加息会令美元获得更多的市场青睐。

当前美元指数中期也处于敏感的横盘状态，多空双方力量暂时维持均衡，这种均衡将有赖于市场寻找到新的头绪后来打破，而美元的加息无疑是一枚足够分量的砝码，只要预期得到市场的认同，将给美元带来较大的提振，美元指数将有望打开向上的反弹空间。

而相对于美元的利好前景，一旦美元指数出现大涨，黄金和白银则会出现进一步的下跌，源自避险的需求会随着美国经济复苏的步伐越加坚实而下降。黄金和白银将再度踏上向下寻求支撑的过程。

既定与变数

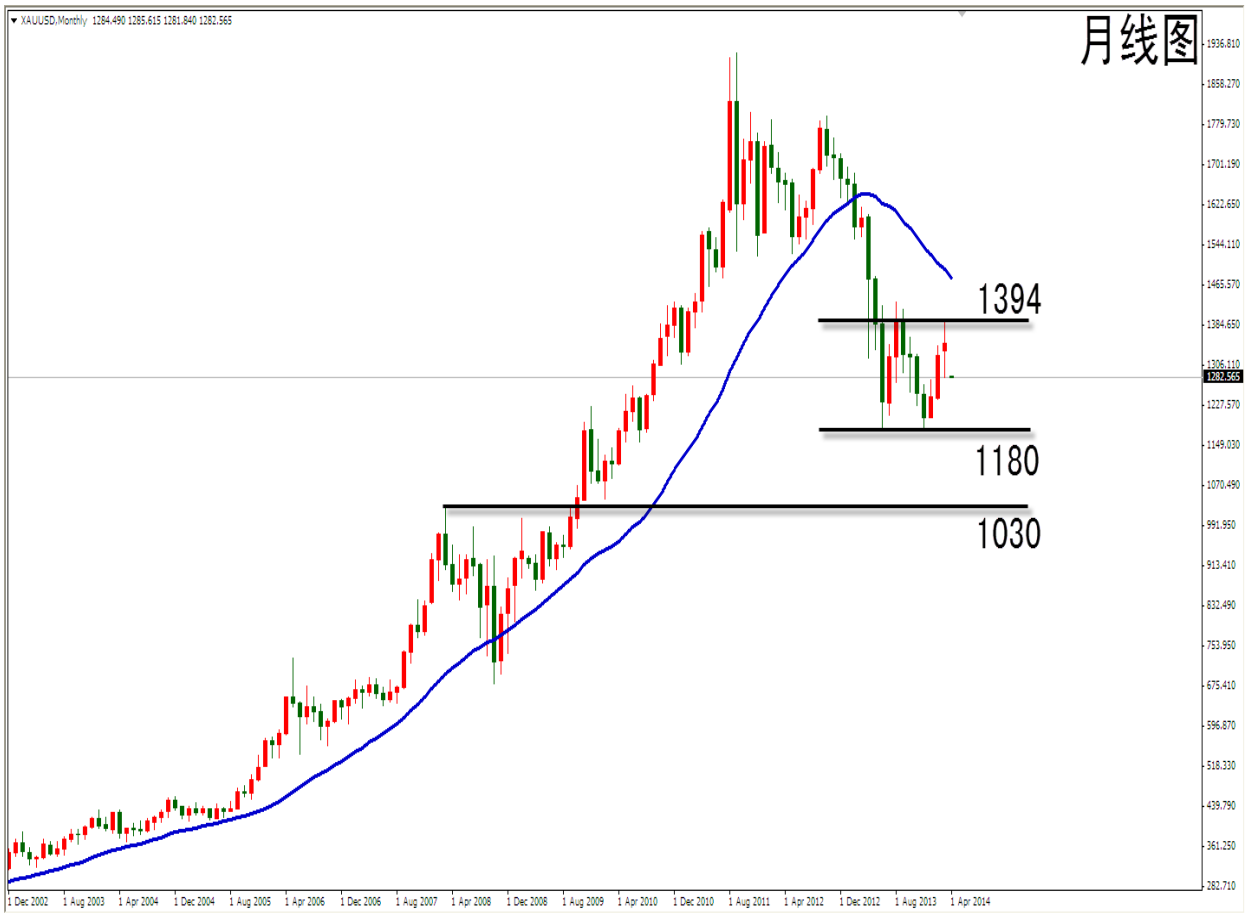
虽然美联储政策已经从宽松向收紧方向扭转，但相信其间还会存在许多的变数，就像大家看到的美联储看中的失业率，目前已经接近 6.5%的原有目标，但是同时也要看到这是在劳动参与率降低的情况下获得的，这也是耶伦的最新讲话中提到的：“闲置产能导致了劳动参与率的大幅下滑”。美国就业状况一直是美联储不太放心的地方，相关数据也是今后市场关注的焦点。



因此后市美国经济数据的表现将是验证美联储经济判断的重要依据，在下个季度我们会和大家一起来追踪观察美国经济的具体表现，用以来衡量美元货币政策的进程虚实。

四、技术走势分析

黄金技术分析



黄金的月线图上表明，经过了两个月的连续反弹和上扬之后，金价再次收出了十字星线，本次高点跟前期反弹的实体线基本持平，本季度末期出现持续单边下跌走势，表现出市场对于金价后期走势表现不太乐观，使市场的上涨信心受到了强烈打击，未来走势对于重新走高的局面有可能将受到考验，如市场信心无法被凝聚，将有再次测试下方强有力支撑 1180 点的可能，有形成三重底的技术形态，如出现再度击穿有继续下探至 1030 附近的可能。

建议投资者可根据金价 1394 和 1180 点区间做短期投资策略，以小仓位做空来博取利润，但不建议重仓持有，如一旦有效跌破 1180 点，投资者再可考虑坚定持有空单头寸。

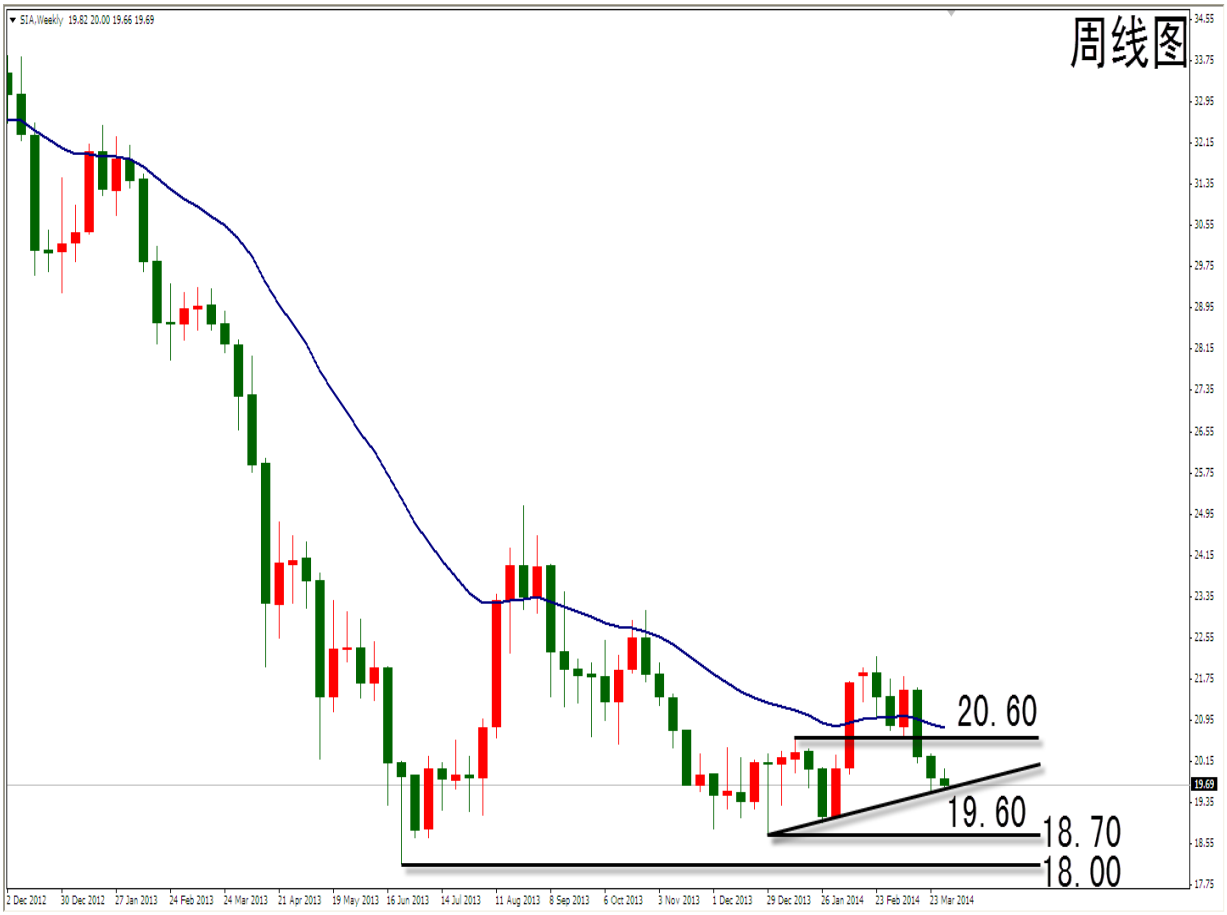


黄金周线图上表明，经过近两周的连续下跌之后，短期已出现明显的破位走势，若未能形成有效支撑这将意味着，黄金将延续跌势。而自美国政府新年伊始至今已经持续缩减了两次量化宽松政策使得金价再次上涨的难度逐步加大，有再次出现持续下跌的风险。未来几周市场将有逐步去测试 1275 和 1250 附近的支撑水平。建议投资者当前小仓位做空操作保持快进快出原则，由于短期缺乏大方向，所以不可持单过久。一旦跌破 1275 一线可考虑继续做空为主，后期有望进一步下测 1250 和 1180 附近的支撑。但是如果重启升势突破 1320 一线，则可考虑做多至 1390 一线，无大方向之前需保持谨慎操作为佳。

白银技术分析



白银的月线图上表明，第一季度的反弹受制于 22.18 一线，2 和 3 月的反弹高点都受制于收敛三角形的整理形态，短期未能有效突破此区域将有形成走弱的局面。后期走势将取决于未来月份的走势，一旦再度下探至 18.10 附近未能形成有效支撑，将引发一轮新的下跌趋势，并且幅度可观，有测试下方 14.50 和长期形成的上升趋势 13.30 附近再次需求支撑的可能。但是后期如果未能击穿 18.10 附近有形成底部震荡走势的可能。但上方仍旧会面临更窄的三角形整理形态，如未能再次突破收敛三角形，后市银价将再次出现持续下跌的风险。投资者短期可考虑轻仓做空白银，如一旦有效跌破 18.10 下方，建议投资者可坚定持有白银空单。



白银的周线图上表明，经过 2 月 9 日那次大涨之后最高摸至 22.18 一线，随后价格就出现持续调整之后出现破位，最低触及 19.60 一线，短期在上升趋势线附近获得部分支撑，预计暂时行情将围绕着 20.60 和 19.60 一线之间展开震荡走势，而且预计由于市场的不确定性所导致的波动和短期方向转换都将非常频繁，所以在突破这一震荡区间之前投资者保持谨慎轻仓为佳，而后期一旦有效跌破 19.60 可考虑顺势建立空头仓位并坚定持仓。

全文结束

免责声明：本报告由北京金泰和亚投资管理有限公司提供。报告中的所有信息均来源于市场已公开资料，广发银行对该信息不作任何保证，报告仅供参考之用。金融产品价格可升可跌，金融投资涉及巨大风险。投资者须以其投资目标及可承担的风险水平做出独立的风险评估和投资决定。