



智慧创造奇迹  
一流的咨询, 卓越的服务  
First class consultancy Excellent services

## 贵金属二季度策略报告

### 摘要

- 美国的经济复苏二季度大概率维持, 从而保证了黄金白银的空头趋势。但是鉴于强势美元等因素的影响, 复苏可能放缓或者美联储担忧复苏不够强从而推迟加息, 该预期将中短期利多黄金白银。
- **黄金策略:** 二季度黄金大概率宽幅震荡略偏空, 黄金上方压力位 1250 美元/盎司, 1300 美元/盎司是强压力位, 下方支撑位 1150 美元/盎司, 有一定概率跌破支撑位。目前黄金处于上升通道, 市场预期 6 月不加息, 关注本周会议纪要, 在 4 月底 FOMC 会议声明中才能得到确认, 在此期间不好的经济数据尤其是就业数据将很容易利多黄金, 因此在 4 月底前黄金或震荡偏多。
- **白银策略:** 白银目前在 17 美元/盎司附近震荡, 二季度大概率维持区间震荡, 上方压力位 18 美元/盎司, 下方支撑位 15 美元/盎司。

南华期货研究所

薛娜

0571-87839284

xuena@nawaa.com

## 目 录

|    |                         |    |
|----|-------------------------|----|
| 一、 | 黄金白银一季度波动较大.....        | 3  |
| 二、 | 二季度重点关注 .....           | 4  |
| 1. | 美国经济进程与加息进程决定金银走势.....  | 4  |
| 2. | 欧元区经济复苏 对金银直接影响或不大..... | 9  |
| 3. | 黄金投资需求预计维持在低位 .....     | 10 |
| 三、 | 策略建议 .....              | 11 |
| 1. | 黄金期货及期权策略建议.....        | 11 |
| 2. | 白银期货及期权策略建议.....        | 12 |
|    | 南华期货分支机构 .....          | 13 |
|    | 免责声明.....               | 14 |

## 一、黄金白银一季度波动较大

如图1所示，黄金在2015年一季度先是因欧版QE预期大幅上涨：欧央行行长德拉吉在新年伊始就表态欧洲央行准备好采取行动应对通缩风险，释放QE信号。1月15日瑞士央行意外放弃汇率底线导致汇市大幅波动，推升避险黄金价格，其根源也是欧版QE即将推出，瑞士央行先下手应对。1月22日欧版QE正式推出，黄金达到阶段性高点。1月25日的希腊大选是市场炒作的一个因素，但从后市的表现来看，希腊作为一个小国家，以及欧元区国家并不会允许希腊意外无序退欧，所以该因素的实际影响很小，未来的影响同样预计不大。

随后与美国QE3推出后的表现类似，黄金的支撑因素消散。随着美联储对经济乐观以及强劲的1月、2月非农就业数据，黄金开始了持续下跌的走势。

图1：COMEX黄金2015年一季度走势



资料来源：博弈大师 南华研究

3月18日FOMC会议决议中删除了对加息“耐心”的措辞，但是下调了利率预期、经济增长预期、失业率预期和通胀预期，并表示美联储在加息前希望对通胀有合理信心，加息仍与劳动力市场进一步改善相关。会后耶伦强调删除“耐心”不代表6月一定会加息，一切视一系列经济数据而定，这使得市场推迟了6月首次加息的预期。促使黄金在前低点1150美元/盎司附近强劲反弹。也门冲突曾促使黄金大涨但随后大幅回落并下跌，显示出区域性的战争对价格的影响非常短暂。

4月1日公布的ADP就业变动指数大幅不及预期，促使黄金当日大涨，4月3日公布的3月非农就业数据同样大幅不及预期，同时大幅向下修正了1月和2月的非农就业人数，这些促进加息预期推迟得到验证，助推黄金进一步上涨。

白银的K线形态总体与黄金类似，高点、低点和转折点出现的时间基本接近。从表1分阶段涨跌幅来看，外盘白银的波动明显更大，一般是黄金的2倍左右。白银目前相对价位更低，在下跌过程中跌幅远小于黄金跌幅的2倍，从而季度走势白银更强势。

内外盘收盘时间相差较多，造成收盘价计算的涨跌幅差异巨大，除去此因素，白银内外盘分化仍比黄金明显，主要因中国白银征收 17% 的增值税使得国内白银市场相对较封闭。一季度人民币的波动相对不大，汇率对价格的影响相对较小。

表 1：黄金白银一季度分阶段价格涨跌幅度（%）

|          | 上涨<br>(12.31-1.23) | 下跌<br>(1.23-3.17) | 上涨<br>(3.17-3.31) | 一季度累计<br>(12.31 至 3.31) |
|----------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------------|
| COMEX 黄金 | 9.19               | -11.23            | 2.98              | -0.19                   |
| 上期所黄金    | 7.60               | -9.50             | 1.14              | -1.50                   |
| 黄金 T+D   | 8.13               | -10.20            | 1.10              | -1.83                   |
| COMEX 白银 | 17.30              | -15.04            | 6.55              | 6.18                    |
| 上期所白银    | 9.51               | -10.57            | 3.97              | 1.82                    |
| 白银 T+D   | 10.73              | -11.08            | 3.36              | 1.77                    |
| 美元人民币汇率  | 0.37               | 0.34              | -0.80             | -0.09                   |

资料来源：Bloomberg 南华研究，以上数据均使用收盘价，各交易所收盘时间相差较多，仅供参考

综合来看，欧版 QE、美国经济复苏导致的加息预期升温以及加息推迟是一季度黄金白银价格的主导因素。未来二季度，我们认为美国经济复苏进程导致的加息预期变动仍是黄金白银价格的决定因素，另外欧元区经济复苏对美国经济也有一定的影响。

## 二、 二季度重点关注

### 1. 美国经济进程与加息进程决定金银走势

以上第一部分的分析，主要是从价格、事件时间点的对应上来看的，这是市场隐含的信息。背后的逻辑我们以前分析过，黄金的价格由投资需求主导，黄金的投资需求与美国（作为主要国际储备货币国）的经济表现和货币政策息息相关，欧元作为第二大国际储备货币，欧元区的重大事件同样对黄金投资和黄金价格产生一定的影响，事实也验证了我们的分析逻辑。

#### 美元美债强势 股市震荡

美元指数一季度上涨 8.96%，主要是欧版 QE 促使欧元贬值，希腊债务问题也是欧元贬值的因素之一，美联储加息预期也使美元对其他货币有升值压力。美元的升值会影响美国的出口，美联储主席耶伦最近也经常提及强势美元的影响。一般有分析认为黄金甚至于大宗商品价格均与美元呈负相关走势，实际上黄金与美元短期对同一事件可能有相反的反应，中长期的负相关性没那么强，与美元升贬值背后的逻辑有关。

表 2：美国金融市场一季度各项指标涨跌幅比较（截止至 3.31）

|                | 2015 年一季度涨跌幅（%） |
|----------------|-----------------|
| 美元指数           | 8.96            |
| 10 年期国债收益率（基点） | -25             |
| 道琼斯工业平均指数      | -0.26           |
| 纳斯达克综合指数       | 3.48            |
| 标普 500 综合指数    | 0.44            |

标普 500 金融行业指数

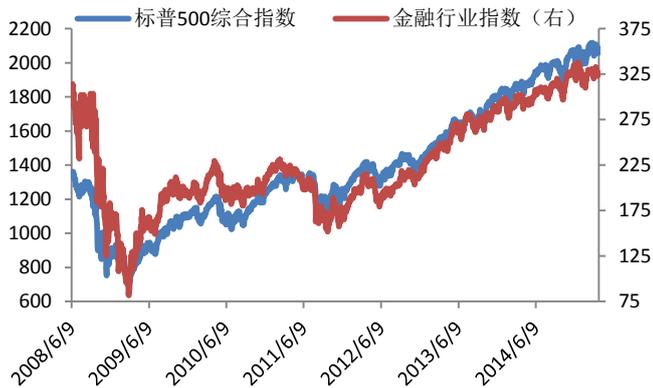
-2.51

资料来源: Bloomberg 南华研究

美国 10 年期国债收益率一季度下降 25 个基点, 显示美国的经济复苏使得美债作为避险资产受到资本市场追捧, 同时加息预期在近期并不十分强烈。

图 2、股市长期趋势未改一季度震荡

图 3、美元强势, 长期国债近期走强



资料来源: Bloomberg 南华研究



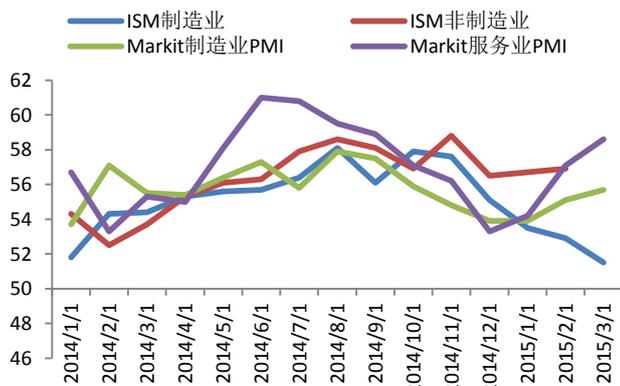
资料来源: Bloomberg 南华研究

美国的股票市场一季度表现一般, 与欧股相差甚远, 代表成长型股票的纳斯达克综合指数涨幅最大, 但也只有 3.48%, 道指和标普 500 综合指数季度变动不大, 股票对经济一般具有前瞻性, 股市显示美国实体经济未来信心并不强, 创新行业略好。标普 500 金融行业指数下跌 2.51%, 显示金融行业信心不佳, 对于黄金投资有一定的利多影响。**实体经济复苏基本良好**

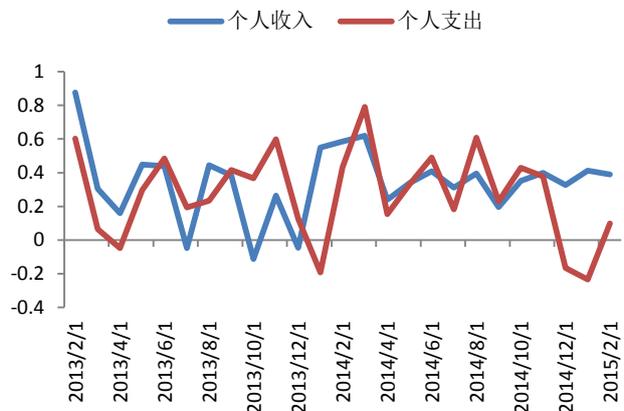
我们再看一下实体经济的数据, 去年四季度 GDP 季环比增长 2.2%, 大幅低于三季度 5% 的增长率。如图 4 所示, 今年一季度 PMI 有所分化, 其中 ISM 制造业 PMI 不佳, 其他指标均较好, 显示一季度制造业和服务业发展不错。消费者信心一季度也处于较高的位置。图 5 中个人收入月环比均较好, 个人支出近期在好转。

图 4、一季度 PMI 有所分化

图 5、个人收入较好, 个人支出在好转



资料来源: Bloomberg 南华研究

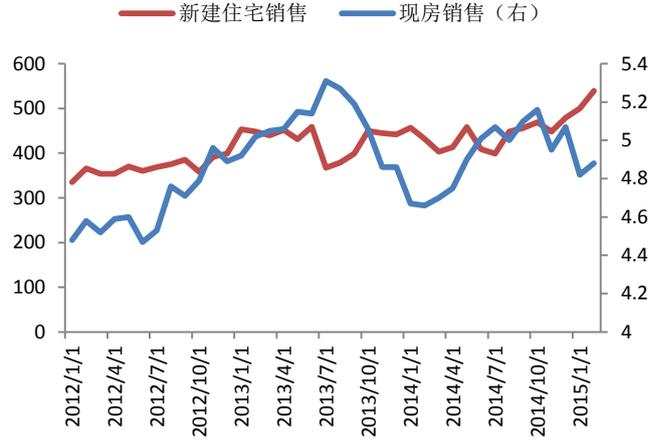
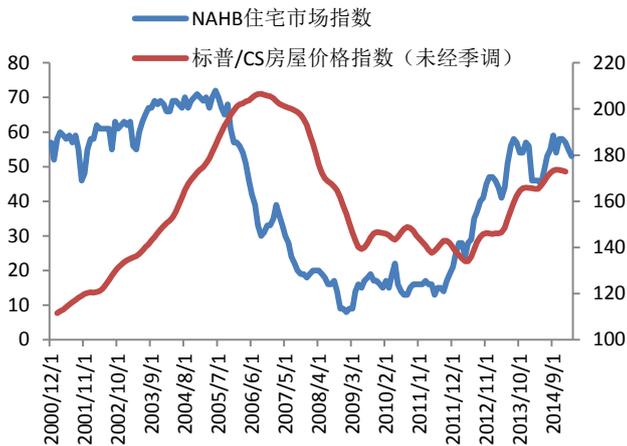


资料来源: Bloomberg 南华研究

房地产市场方面，从图6和图7来看，2015年一季度美国房地产市场发展良好，NAHB住宅市场指数处于高位，房屋价格指数同样处于高位，新建住房销售良好，现房销售近期略放缓。另外建筑许可一季度同样表现良好，仅新宅开工2月份有所下滑，可能跟天气因素有关。

图6、一季度房地产市场表现不错

图7、一季度新建住宅销售较好，现房销售略放缓



资料来源：Bloomberg 南华研究

资料来源：Bloomberg 南华研究

### 关于美国经济前景的两种观点

美国前财长萨默斯和前美联储主席伯南克近期对未来的美国经济持两种截然不同的看法，萨默斯认为美国已陷入“长期经济停滞”，如缺乏金融泡沫刺激消费和投资，美国经济总需求将永久性无法达到充分就业的水平。政府开支因而必须增加以支撑总需求。伯南克则认为美国经济近几年暂时的逆风已经消散，未来将重新走向正轨。

基于各自的经历经验，萨默斯更偏重实体经济以及更务实，伯南克偏重理论以及货币政策。我们认为两者的结论是统一的，目前的美国经济正是泡沫中的复苏。与以往两轮周期中的泡沫不同，本轮经济周期中的泡沫并不是由经济体中的亮点行业（科技股和房地产）自发形成，而更多是由货币政策人为支撑，所以本轮周期更为和缓以及漫长，从持续时间和复苏强度上我们可以得出这样的结论。由于流动性的不断累积以及货币政策的不断极端化宽松，未来的泡沫只会越来越大。本轮周期中的泡沫包括美元、以国债为主的债券、美股以及房地产。泡沫的本质是庞氏骗局，破灭时由美联储买单。

我们是更认同萨默斯的观点的，即美国目前陷入了“经济停滞”，但是否“长期”主要与大规模的科技创新有关，从更长远的角度来看，科技进步总是在持续发生的。伯南克反驳萨默斯的理由有若干是站不住脚的。财政政策和货币政策都是为经济服务的，财政政策受限于财政收入和债务上限，而货币政策完全无限制，这本身是否合理是有待商榷的。如果说债务上限是为了防止政府的不负责任，美联储是否负责任没有标准，或者说到底哪个政策更有效不能从这个角度衡量。

30年代的大萧条最终是由二战彻底解决的，大规模的战争和战后重建对于经济和科技的影响是十分巨大的。在不期望爆发大规模战争的今天，金融危机后的美国经济显然没有那么容易走出所谓的“逆风”，依靠出口或者海外投资的话，美联储加息预期和日本欧洲的宽松政策促使美元持续升值，这样出口没那么有利可图，另外美国出口的比较

优势也没有那么强。尽管世界上众多的不发达国家看起来有着非常大的发展空间，但海外投资并不能完全解决美国国内的问题。

实际利率=名义利率-通货膨胀率，名义利率最低为0，伯南克认为实际利率是可以降至为负的。我们认为美联储/央行对通货膨胀率的控制可能是会失效的。以往担心高通胀时，一般央行具有足够的工具压低通胀率。而在担心通胀过低时，央行是否有足够的工具提升通胀而不造成资产价格泡沫是存在疑问的。欧洲和日本情况类似，但日欧老龄化问题更严重，美国的创新环境也好于欧洲和日本。

事实上我们认为，货币政策是通过市场的运作作用于经济，央行维持低利率和QE，受益最大的是金融行业，其次是企业主，最后才是普通劳动者。有若干证据表明08年以后美国贫富差距进一步扩大，与货币政策的作用逻辑是一致的。失业率下降和工资增长是美联储的目标，但是最后以及受益最少的，这个也是决定通胀率的关键，因为通胀率统计的是一般消费品的价格（当然与能源价格也有关）。更大量的货币被富人拥有，边际消费率极低，并进入美国高度发达和全球流通的金融市场，形成了资产价格泡沫和实体经济的产能过剩。要提高通胀率，必须付出泡沫越来越大的代价。

“按照萨默斯的逻辑，对政治家而言，创造泡沫无疑是最简单而且具有政治可行性的必然选择，毕竟没人会愿意冒险改变固有的一套应对经济问题的措施，虽然效果越来越差”：当其他国家同样制造泡沫时，客观上就会造成货币竞争性贬值从而影响国内经济，比如现在的美国、欧元区和日本；当屡次制造泡沫时，货币政策将越来越极端，比如现在的QE，当下一次危机到来的时候，货币政策不知道还能够怎样地非常规。

金融市场的泡沫对黄金白银价格的影响主要在于，当有足够强的炒作支撑因素时，黄金白银的价格也同样可能形成巨大的泡沫，就像2011年之前的那几年一样。而当炒作支撑因素消失时，价格跌幅可能较大，但与上涨相比通常可能易涨难跌。

### 美联储视保证经济复苏为己任

二季度关于加息时点的预期将是决定黄金白银走势的关键。以上讨论萨默斯和伯南克的观点，一方面是对美国经济现状有更清醒的认识，另一方面有助于预测美联储的政策。目前美联储与伯南克的认识更为接近通常也更为乐观。

图 8、通胀指标有分化，核心 PCE 略好转

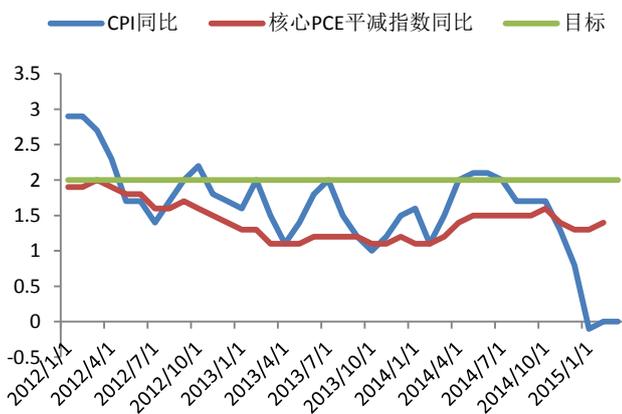
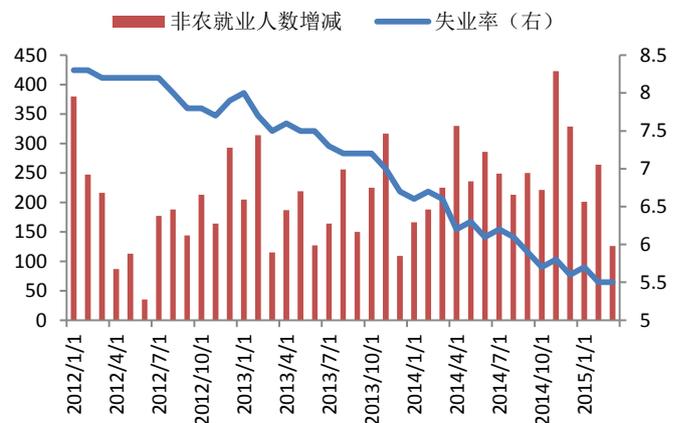


图 9、失业率下降较快，但非农就业近期不佳



资料来源：Bloomberg 南华研究

资料来源：Bloomberg 南华研究

尽管伯南克的博客中将保持金融业稳定性作为与就业和通胀同等重要的三个经济政策目标之一，但是在美联储的声明中，其使命只有寻求就业水平最大化和价格稳定。而现任美联储主席耶伦的表态表明美联储的货币政策是综合判断的结果，其中保证经济持续复苏所占比重相当大，就业是首要目标已经快于预期改善，高通胀是最后底线。

图 8 是美国的通胀指标，其中 CPI 因原油价格下跌而大幅下跌，美联储关注的通胀指标一般是核心 PCE 平减指数同比，2 月较 1 月略有改善。图 9 是美联储关注的就业指标，其中非农就业人数 3 月份大幅不及预期，1 月 2 月大幅下修显示就业市场远没有此前认为的那样强劲，恶劣天气的影响应该没有去年那么大，失业率维持 5.5%。3 月非农报告中的平均小时收入增长略好于预期，这或许与核心 PCE 一起给予美联储更好的通胀信心。同时密歇根大学 1 年和 5-10 年的通胀预期在 2 月和 3 月均有所上涨。

表 3：2015 年 FOMC 暂定会议时间表

| 时间                   | 决议内容          |
|----------------------|---------------|
| 4 月 28-29 日(周二--周三)  | 仅发布声明         |
| 6 月 16-17 日(周二--周三)  | 声明、预测、主席新闻发布会 |
| 7 月 28-29 日(周二--周三)  | 仅发布声明         |
| 9 月 16-17 日(周三--周四)  | 声明、预测、主席新闻发布会 |
| 10 月 27-28 日(周二--周三) | 仅发布声明         |
| 12 月 15-16 日(周二--周三) | 声明、预测、主席新闻发布会 |

资料来源：南华研究

表 3 是美联储接下来的会议时间，二季度将在 4 月底和 6 月中有两次 FOMC 会议，会议声明和耶伦的讲话以及后续的会议纪要都将对黄金白银的实时价格产生巨大的影响。

## 总结

美国经济在一季度继续复苏，尽管有一些数据不佳，制造业、非制造业、房地产市场和个人收入开支表现基本良好。失业率快于美联储预期下降，非农就业人数 3 月意外下降，前两个月有所下修。通胀近期在低位轻微走高，显示低通胀担忧不强也无高通胀压力。美元、国债一季度表现强劲，美股高位震荡，显示未来经济信心不强，与欧元区形成鲜明对比。全球金融市场越来越明显的特征是货币政策的影响越来越大。

萨默斯和伯南克对于美国经济前景持两种截然不同的看法，我们更认同萨默斯对于经济的看法，但是在美联储的领导下，目前的现状更接近伯南克的观点，即目前美国经济处于在美联储制造的泡沫当中复苏基本良好，未来在二季度预计将持续复苏态势。

美国经济复苏在二季度面临的最大的风险是强势美元的影响，其背后是欧元贬值，根源是欧元区同样采用宽松促进经济增长的政策，该政策对于供应的影响大于需求，因而欧元区与美国形成竞争关系，最直接的影响是美国的出口。由 QE3 推动的美国经济复苏在承受欧版 QE（还有日本的宽松）的竞争压力下，何时能够承受加息的压力而继续复苏，或许是未来耶伦主席在制定货币政策时面临的重大问题。

二季度预期加息时点变动是黄金白银走势的关键。我们认为经济复苏将持续，加息的讨论将不断继续，这是最大的利空因素；美联储对强势美元以及复苏不够强劲的担忧将使得加息时点可能再次由 9 月向 12 月推迟，这是中短期最大的利多因素。事实上推迟加息有利于美国经济复苏，根本上还是利空黄金白银的，因而长期利空因素更强一些。

## 2. 欧元区经济复苏 对金银直接影响或不大

欧元区一季度对黄金的影响主要是欧版 QE 以及希腊大选的炒作，其中欧版 QE 是最重要的因素。希腊退欧的问题由于已经拖得太久，而使得市场关注度明显下降，目前看来，所有人不会允许希腊轻易退欧，但希腊的表现已经使得各方都在为其退欧做准备，未来即使真退出欧元区，市场应该已经可以接受了。

受益于欧版 QE，欧元区三季度金融市场表现非常好，如表 4 所示，股票指数普遍大幅上涨，德国股指涨幅超 22%，其他主要国家涨幅也均非常大。各国 10 年期国债收益率普遍大幅下跌，其中外围重债国意大利和西班牙分别下降 71 和 80 个基点，显示其违约风险大幅下降市场信心显著增强，而德法国债收益率也下降超 30 个基点，避险国债牛市持续。欧元对美元贬值 12.73%，除希腊影响外，最重要的就是两个地区经济差异导致的货币政策差异，一个 QE 宽松一个预期加息。

表 4：欧元区 2015 年一季度金融市场表现

|                         | Q1 涨跌幅 (%) |
|-------------------------|------------|
| <b>欧洲股市</b>             |            |
| 欧盟斯托克 50 价格指数           | 17.51      |
| 德国 DAX30 指数             | 22.03      |
| 法国 CAC40 指数             | 17.81      |
| 意大利富时 MIB 指数            | 21.80      |
| 西班牙 IBEX35 指数           | 12.08      |
| <b>10 年期国债到期收益率(基点)</b> |            |
| 德国                      | -36        |
| 法国                      | -35        |
| 意大利                     | -71        |
| 西班牙                     | -80        |
| <b>美元欧元汇率</b>           | 12.73      |

资料来源：Bloomberg 南华研究

从欧元区金融市场的表现，我们可以看到欧版 QE 的巨大影响，同样近期欧元区尤其是德国的经济数据表现较好，使得市场相信欧元区经济未来将持续复苏。

单纯从欧洲市场来说，其他金融资产预期收益良好，不利于黄金白银这类被动型资产的投资需求，从而是利空的影响，但这种影响相对较弱。欧洲政策宽松经济复苏，对美国经济形成了一定的竞争压力，从美元升值和欧元贬值中可见一斑，从这个角度来讲，美国经济复苏若受到打击，则是利多黄金白银的。

综合来看，欧元区二季度预计维持复苏，若无突发性重大事件，对黄金白银市场的直接影响不大，我们主要关注美国的经济复苏和货币政策。

### 3. 黄金投资需求预计维持在低位

黄金投资的形式除了普通的首饰外，包括央行购金、远期销售、金条投资、隐含净投资等，其中央行购金和黄金 ETF 持仓的数据较为及时准确。

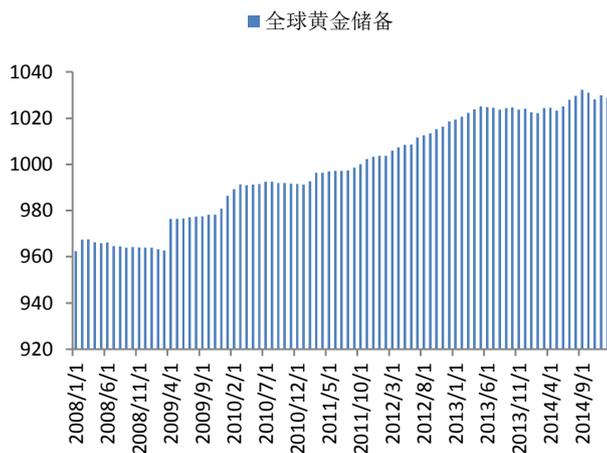
#### 央行黄金储备基本保持稳定

如图 10 所示，截至到 2015 年 1 月全球黄金储备轻微下降变动不大，与美元升值以及其他国家外汇储备压力（原油大跌对于原油出口国影响较大）有关。在金融危机后开始的全球黄金储备增加的趋势，在近期放缓。此前俄罗斯是主要的黄金储备增加国，其外汇储备受原油价格影响较大，未来增持潜力和增持意愿或受限。

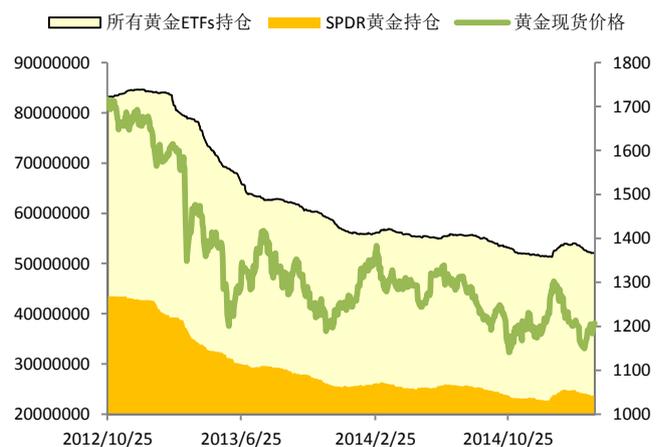
二季度预计全球黄金储备仍保持基本稳定的态势，央行对于黄金的热情或维持在目前的状态，对黄金市场的影响预计不大。

图 10、全球黄金储备近期变动不大基本稳定

图 11、黄金 ETF 在欧版 QE 附近增持近期持续减持



资料来源：Bloomberg 南华研究



资料来源：Bloomberg 南华研究

#### 黄金 ETF 预计继续缓慢减持

ETF 持仓能够直观的显示出黄金投资的需求量，因而比较重要。其中全球最大的 SPDR 黄金 ETF，主要是机构投资者参与，根据我们的观察，对于黄金趋势具有一定的前瞻性，因而需要重点关注。

如图 11 所示，黄金 ETF 持仓在 2015 年一季度经历了一个比较大的波动。1 月 15 日瑞士央行意外放弃汇率底线导致了市场的巨大波动，当日也开启了黄金 ETF 的增持，增持一直持续至 2 月中旬，此后包括 SPDR 在内的黄金 ETF 基本以减持为主，季度累计增持接近 4%。SPDR 的前瞻性主要在于长期大量的增减持对于趋势的前瞻，与美国 QE3 推出前后类似，欧版 QE 导致的价格上涨和增持并没有持续性。未来二季度黄金 ETF 或延续目前的缓慢减持趋势。

全球央行黄金储备和黄金 ETF 的持仓情况反映出市场对于黄金投资的热情不高，预计二季度将延续现状，与我们对美国分析所得结论基本吻合。

### 三、策略建议

#### 1. 黄金期货及期权策略建议

从以上分析来看，二季度美国经济预计继续复苏，经济的复苏从根本上保证了黄金白银的空头趋势不变，但面临强势美元（欧元贬值和欧元区复苏的竞争压力）的影响，可能促使复苏放缓，或者其担忧使得美联储推迟加息。其中经济复苏良好利空黄金，经济放缓利多黄金，加息推迟预期中短期利多黄金。长期利空因素更强。

全球央行黄金储备基本变动不大，黄金ETF在欧版QE之后持续减持，基本可以看出市场对于黄金的投资热情不高，目前黄金没有逆转趋势的市场基础。但是在泡沫市场中，黄金的下跌也并不是很顺畅。

日常交易中需要持续跟踪关注美国的经济数据、美联储的货币政策以及其他突发性事件——主要是短期影响，一般金价对非农就业报告、GDP数据、FOMC会议声明和会议纪要、美联储主席相关讲话等非常敏感。

二季度黄金大概率宽幅震荡略偏空，黄金上方压力位1250美元/盎司，1300美元/盎司是强压力位，下方支撑位1150美元/盎司，有一定概率跌破支撑位。目前黄金处于上升通道，市场预期6月不加息，关注本周会议纪要，在4月底FOMC会议声明中才能得到确认，在此期间不好的经济数据尤其是就业数据将很容易利多黄金，因此在4月底前黄金或震荡偏多。

图 12: COMEX 黄金连续合约长期周线图（压力位、支撑位）



资料来源：博弈大师 南华研究

目前虽然上海期货交易所没有推出黄金期权交易，但南华期货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，这样可以放大交易杠杆，提高资金利用率。

短期黄金上涨概率更高，对于保守的投资者，我们建议可以买入看涨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，可以选择牛市价差期权，即买入某一执行价格的看涨期权并卖出较高执行价格相同到期日的看涨期权，或者买入某一执行价格的看跌期权并卖出较高执行价格相同到期日的看跌期权，收益曲线是类似的。因为一个月时间较短，价格涨幅可能不会太大，另该策略投资较小，收益有限风险有限。

## 2. 白银期货及期权策略建议

白银在金融危机以后也基本是由投资需求主导价格，但是白银 ETF 存量有限，相对于更为广泛的市场基础和应用较广的工业需求来讲，其参考意义不大，根据观察，其前瞻性也不强，故而一般仅作为参考。

通常来讲，白银的价格走势主要是跟随黄金，通常对同一事件具有类似的价格反应，区别仅仅在于涨跌幅度的不同。前面我们也讲过，白银的涨跌幅通常是黄金的 2 倍但不绝对，白银的投机性更大。白银因相对价格较低，未来下跌幅度或继续低于黄金的 2 倍。

白银目前在 17 美元/盎司附近震荡，二季度大概率维持区间震荡，上方压力位 18 美元/盎司，下方支撑位 15 美元/盎司。

图 13: COMEX 白银连续合约长期周线图（压力位、支撑位）



资料来源：博弈大师 南华研究

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涨期权以及牛市价差期权策略。

## 南华期货分支机构

### 南华期货股份有限公司

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层  
客服电话: 4008888910 www.nanhua.net

### 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

台州市椒江区耀达路 99 号 4 楼  
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  
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

绍兴市中兴南路 95 号中兴商务楼 1 幢(南楼)5-6 层  
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

兰州市庆阳路 488 号万盛商务大厦 26 楼(胜利宾馆斜对面)  
电话: 0931-8805310

### 大连营业部

大连市沙河口区中山路 554D-6 号和平现代城 B 座 3 层 4 号  
电话: 0411-84378378

### 北京营业部

北京市宣武门外大街 28 号 2 幢  
电话: 010-63556906

### 太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际商务大厦 25 层  
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 号保利大厦二层、八层  
电话: 0451-82345618

### 郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层  
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 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、3 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

安徽芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 904、906、908 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 89 号六层  
电话: 0513-89011160

### 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

### 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: 0663-2663886

### 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

### 南华期货股份有限公司

公司总部: 杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层  
客服电话: 4008888910 www.nanhua.net

### 南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼  
电话: 00852-28052658

### 浙江南华资本管理有限公司

电话: 0571-87994666

## 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

统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)