

美
建
者
行

黄金期现对冲方案

2015年12月07日

研究员：何卓乔

☎：021-60635737

✉：hezq@ccbfutures.com



建信期货
CCB Futures

客户服务热线：400 700 5198
网址：www.ccbfutures.com

一、投资建议

此对冲方案的目标群体为能同时在金交所以及上期所开立黄金期现货交易账户的投资者。

建议期现价差 3 元/克附近介入黄金正向期现对冲交易，即买入黄金 TD，卖出黄金期货 1606 合约，待价差回归到 1.5 元/克甚至 1 元/克时可平仓。

风险提示：美国出现甚为不利的经济数据导致黄金价格大涨。

二、基本面分析

上周四/周五两天，国际金融市场出现短期大幅波动，汇率/商品/股市/债市均有短期内快速变化的情况，背后的影响因素，固然有重要事件/数据的影响，但过于极端的持仓结构，也构成市场异动的重要原因。

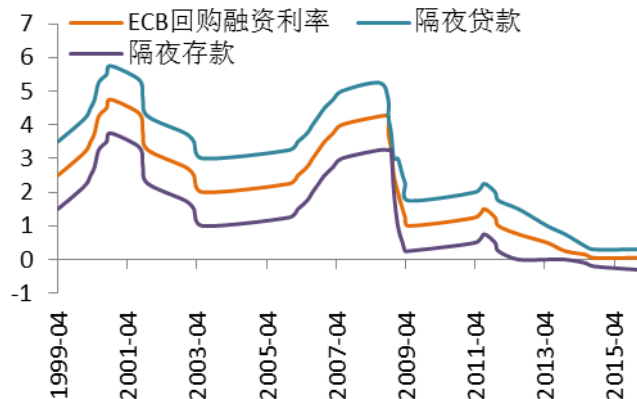
上周四，欧洲央行议息会议宣布降低隔夜存款利率 10 个基点至-0.3%，同时扩大 QE 购买范围并延长 QE 结束时间至 2017 年 3 月，这是欧洲央行德拉吉上任以来第八次降息。欧洲央行宽松幅度不如市场普遍预期的“降息 15-20 个基点并扩大 QE 规模至 750 亿欧元/月”，消息公布后，欧元兑美元大幅上涨逾 450 点，波幅为 2009 年 3 月 19 日以来最大。除此之外，欧洲股市大跌，STOXX 欧洲 50 指数大跌 3.5%，金银价格上涨 0.8% 左右，原油价格先跌后涨。注意在欧洲央行议息会议声明于当日北京时间晚上 8 点 45 分发布之前，英国金融时报已经于 8 点 38 分在社交媒体 Twitter 发布一条消息说欧洲央行将会按兵不动，该假消息导致欧元汇率波动超过 100 点。

图 1：市场异动



数据来源：Bloomberg，建信期货研究中心

图 2：欧洲央行政策利率

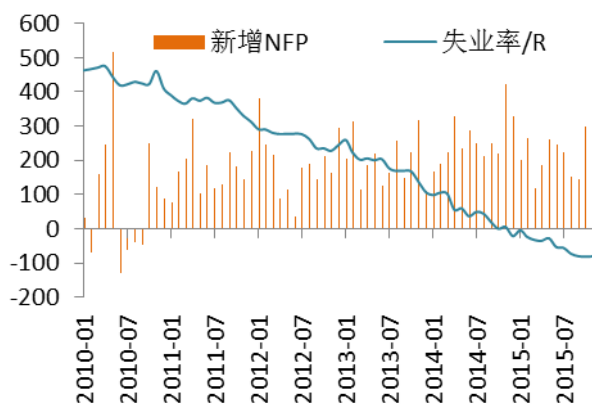


数据来源：Bloomberg，建信期货研究中心

上周五，美国 11 月非农就业数据略好于市场预期但低于 10 月非农数据，11 月新增非农就业 21.1 万人，市场预期为 20 万人，10 月数据从 27.1 万人修正为 29.8 万人；11 月就业参与率上升至 62.48%，这是连续第二个月上升；而由于就业参与率的上升，失业率自 10 月的 5.036% 小幅上升至 5.046% (四舍五入后)

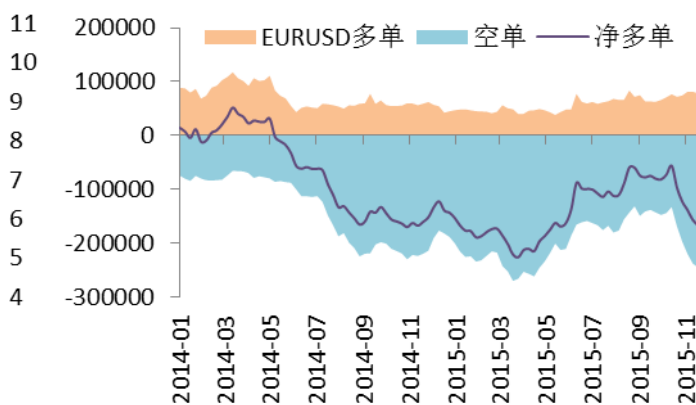
对外公布的都是 5.0%)。数据公布后金银价格开始上涨，其中伦敦黄金最大波幅超过 2.5%，伦敦白银最大波幅超过 3%；美元指数先涨后跌，美国股市标普 500 指数上涨超过 2%，美国 10 年期国债利率下跌 4.5 个基点。

图 3：美国就业数据



数据来源：Bloomberg，建信期货研究中心

图 4：欧元兑美元期货基金持仓



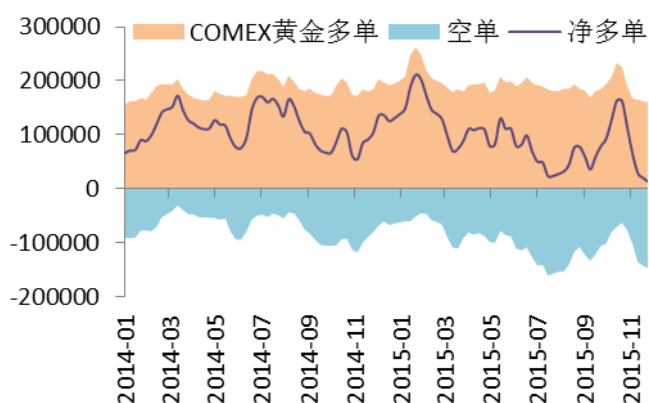
数据来源：Bloomberg，建信期货研究中心

纵观上述两个市场变化，有因利空但不如市场预期而上涨的，有因利空且超出市场预期但仍上涨的。与历史波动做比较，我们认为事件/数据本身的影响并不足以使得市场发生如此大变动，事件/数据发生之前市场心态的长时间酝酿发酵，以及多空仓位的极端累积，才是市场异动的主因。

我们分析 CFTC 公布的持仓数据。自 10 月 9 日欧洲央行行长德拉吉称“必要时准备利用包括调整购债规模、构成和所购买资产到期时间在内的所有可能的工具”以及 11 月间多次暗示 12 月将宽松货币政策后，欧元兑美元汇率期货的非商业/对冲基金多单量变化甚小，但空单量大幅增加，从 10 月 13 日至 12 月 1 日，基金空单量从 143730 张增加至 251373 张，而净空单也从 10 月 13 日的 72673 张增加至 12 月 1 日的 172030 张。快速累积起的大量空单，在金融时报误报按兵不动以及实际宽松程度不如预期时，所引发的空头踩踏，是欧元汇率异动的主要原因，至于空单减少了多少，要到 11 日 CFTC 再次公布数据时才能实际了解。

同样的，在黄金期货市场，自美联储 10 月议息会议鹰派声明以及 11 月异常靓丽的非农就业数据之后，美联储 12 月加息预期持续发酵，在黄金期货市场上，可以看到从 10 月 20 日至 12 月 1 日，基金持仓多单从 233132 张减少至 160479 张，持仓空单从 70332 张增加至 147438 张，净多单从 162800 张减少至 13041 张，这是自 2002 年 10 月 22 日以来的最低值。正是如此极端的持仓结构，在美国 11 月非农就业数据稍好于预期，美联储 12 月 16 日加息已成板上钉钉，市场关注焦点从 12 月加息转向后续缓慢加息路径上的时候，驱动市场出现空头踩踏情景，引发市场异动。

图 5: COMEX 黄金期货基金持仓



数据来源: Bloomberg, 建信期货研究中心

图 6: 黄金 ETF 持仓



数据来源: Bloomberg, 建信期货研究中心

在对操作的指导上，由于市场异动既有事件/数据的实际影响，也有持仓结构/市场心态的影响。在无法量化区分这两种影响的基础上，我们如何制定后续交易策略呢？如果看市场关注焦点从 12 月加息转移到后续缓慢加息路径，应该建议做多；如果看市场短期过度反应，应该做空，因此在趋势判断上似乎应该是短空长多，但具体时点以及位置难以把握。

另一方面，我们可分离出各种因素，加以利用。如果光考虑因持仓结构变化而引起的市场过度反应，此时应该做空。如何分离呢？我们想到黄金期货对冲。再看黄金 ETF 持仓数据，无论是市场普遍认同的 SPDR 黄金 ETF 持仓或者考虑范围更广的全球黄金 ETF 持仓数据，在 12 月 4 日的持仓都是环比不变或者略有减少的，这说明现在黄金现货交易商并不认同黄金价格趋势就此转折，随着时间推移，黄金期现货交易者对黄金价格走势的主流看法必将再度回归一致，因此目前大幅扩大的黄金期现价格也将回归到正常位置，这是我们现在建议做多黄金基差的主要原因，至于后期价差是回归到 1.5 元/克还是 1 元/克，要根据市场进展加以调整，并无定论，但价差缩小的方向是有大概率保证的。

介入黄金期现对冲交易，必须考虑到黄金 TD 独特的延期补偿费问题。金交所规定，延期补偿费费率为 2%%，支付方向根据交收申报数量对比确定，当交货申报量小于收货申报量时，空头持仓向多头持仓支付延期费；当交货申报量大于收货申报量时，多头持仓向空头持仓付延期费；当交货申报量等于收货申报量时，不发生延期费支付。我们以 1 代表多付空，以 -1 代表空付多，分别计算 1-6 个月的黄金 TD 滚动累积延期补偿费，并与黄金期现价差做相关性分析。统计分析表明，1/2/3/4/5/6 个月滚动累积延期补偿费与黄金期现价差的相关系数分别为 0.33/0.43/0.48/0.47/0.45/0.44，呈现出一定的正相关性。因此在黄金期现价差缩小阶段，黄金 TD 的支付方向更有可能是空付多，而不是多付空。因此在我们的黄金期现正向对冲交易期间，因为在现货方面是黄金 TD 多单，其延期补偿费收入比支出要多，在收获价差缩小之外，还可以从延期补偿费方面取得一定收入，增强对冲收益。

投资评级说明

以报告日价格或价差为起点，按照 3 成仓位投资，达到报告期望的最大波动幅度时所获得的收益率，划分标准为：

- 强烈推荐：收益率>50%
- 一般推荐：收益率>30%
- 审慎推荐：收益率>15%

重要申明：

此报告谨提供给建信期货有限责任公司（以下简称“建信期货”）的特定客户及其他专业人士。未经建信期货事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。如引用、刊发，需注明出处为建信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

建信期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的期货品种价格可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表建信期货有限责任公司的立场。

建信期货有限责任公司营业部

营业部	地址	联系电话	邮编
总部营业部	上海市浦东新区银城路 99 号(建行大厦)5 楼	021-60635551	200120
宣化路营业部	上海市宣化路 157 号	021-63097530/62522298	200050
四川北路营业部	上海市四川北路 525 号宇航大厦 2312 室	021-63097527	200085
北京营业部	北京市西城区宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 5 层 501 室	010-83120360	100031
郑州营业部	郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A	0371-65613455	450008
福清营业部	福清市音西街道福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室	0591-86006777/86005193	350300
泉州营业部	福建省泉州市温陵北路 72 号	0591-86006777/86005193	362000
宁德营业部	福建省宁德市闽东大广场华隆大厦 7 层	0593-7186777/7185193	352100
厦门营业部	厦门思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908	0592-3248888	361000
大连办事处	大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2006A	0411-84807961	116023

建信期货有限责任公司

地址：上海市浦东新区银城路 99 号(建行大厦)5 楼

邮编：200120

邮箱：khh@ccbfutures.com

网址：<http://www.ccbfutures.com>

全国客服电话：400-90-95533