

2019年3月11日 星期一



金银止跌反弹

后市或震荡偏强

联系人 李婷
电子邮箱 li.t@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

要点

- 整体看来，目前全球经济正在放缓，市场风险抬升，全球央行重回宽松的货币政策将利多黄金。而相对于其他主要经济体，美国的经济依然韧性较强，这将给与美元指数支撑。由于欧央行准备再度增加货币供应，这将使得欧元表现弱势，美元将阶段性的维持在较高水平，或将使得贵金属价格承压。多空因素交织之下，我们认为近一个月贵金属将在维持震荡偏强走势，但上涨空间有限。若无重大刺激，COMEX期金前期1350美元/盎司或为年内高点。
- 技术面看上，COMEX金价的主要波动区间在1285-1320美元/盎司之间、COMEX银价的主要波动区间在15-15.8美元/盎司之间。
- 投资策略：以中性偏多操作
- 风险因素：美元指数强势超预期

目录

一、贵金属行情回顾	4
二、贵金属价格影响因素分析	5
1、美国经济逐步显现出顶部特征.....	5
2、欧央行下调经济增长预期	6
三、市场结构及资金流向分析	8
1、金银比价变化	8
2、黄金原油比价变化	8
3、期现价差变化	9
4、金银 ETF 持仓分析	9
5、CFTC 持仓变化.....	10
6、贵金属库存变化	11
7、中国央行大幅增持黄金	12
四、行情展望及操作策略:	12

图表目录

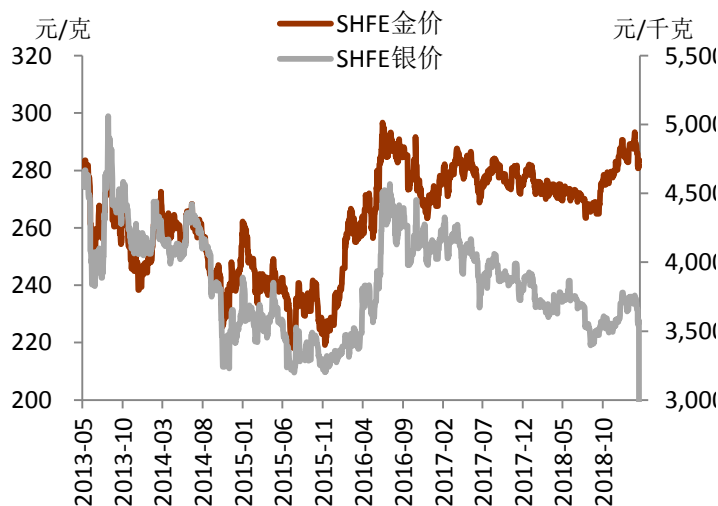
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美国实际利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化 (%)	6
图表 6 全球主要经济体经济意外指数 (%)	6
图表 7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化 (%)	7
图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化 (%)	7
图表 9 美国失业率变化 (%)	7
图表 10 金价与 VIX 指数变化	7
图表 10 美国 CPI 增速变化 (%)	7
图表 11 欧元区 CPI 增速变化 (%)	7
图表 11 COMEX 金银比价变化	8
图表 12 沪期金银比价变化	8
图表 13 原油/黄金比价变化	9
图表 14 金价与油价走势对比	9
图表 15 沪期金与沪金 T+D 价差变化	9
图表 16 沪期银与沪银 T+D 价差变化	9
图表 18 黄金 ETF 持仓变化	10
图表 19 白银 ETF 持仓变化	10
图表 20 CFTC 黄金净多头持仓变化	11
图表 21 CFTC 白银净多头持仓变化	11
图表 23 Comex 黄金库存变化趋势图	12
图表 24 Comex 白银库存变化趋势图	12

一、贵金属行情回顾

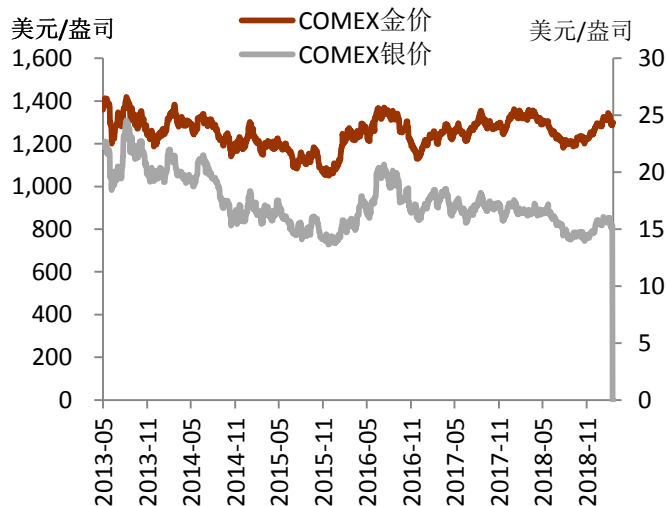
2019 年 2 月金银价格呈冲高回落走势。COMEX 期金在多头强势上攻之下年内再创新高，上攻至 1350 美元/盎司一线受阻而回调，而白银价格走势相对较弱，COMEX 期金仅上涨至前期高点 16.2 美元/盎司一线就转头向下，且跌幅比金价更大。截止 2019 年 3 月 7 日，COMEX 金银已基本回吐今年以来的全部涨幅。由于人民币升值影响，沪金银走势一直弱于外盘。

贵金属价格走势直接受到美元指数和美国实际利率的影响，并呈现明显的负相关性。进入 2019 年 2 月，美国实际利率明显止跌企稳，而贵金属价格走势在 2 月 20 日触及阶段性高点后开始回调。2 月底美元指数开始持续反弹，更加剧了贵金属的跌势。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

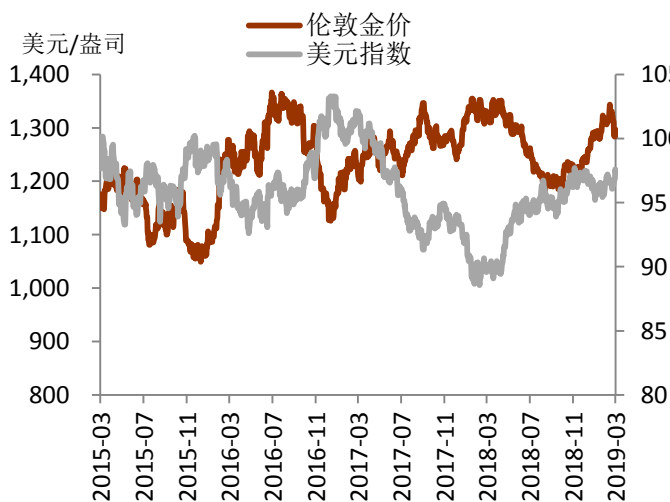


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

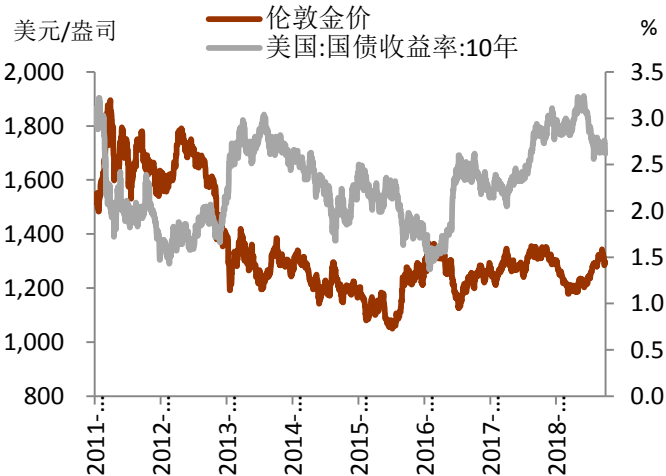


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 3 金价与美元指数走势变化



图表 4 金价与美国实际利率走势变化



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

二、贵金属价格影响因素分析

黄金的金融属性明显强于商品属性，而黄金作为金融资产的主要功能是美元风险的对冲，美元与黄金一直保持很高的负相关性。美元走势主要受到美国经济增长、通胀、货币政策变化及与其他国家经济相对强弱的影响。自美联储在 1 月底的议息会议上鲜明转向鸽派以来，市场的表现已经完全兑现了美联储停止货币紧缩的预期。虽然美国经济有走弱迹象，但相对于欧元区经济的疲弱，美国经济依然表现较好，美元有望持续保持强势，这将抑制了贵金属价格的走势。近期美债的 1 年期—5 年期国债收益率继续倒挂，负利差或意味着市场预期美联储将在未来 12 至 18 个月内放松货币政策。

1、美国经济逐步显现出顶部特征

虽然美国 2018 年第四季度 GDP 增速高于预期，按年化率上涨 2.6%，2018 年经济增长 2.9%，是自 2015 年以来的最佳表现，但美国经济逐步显现出明显的顶部特征。数据显示：美国 2 月 ISM 制造业指数 54.2，低于预期的 55.8 和前值 56.6，制造业各分项指数均出现下跌，其中就业指数也创 2016 年 11 月以来新低。这意味着美国 2 月制造业活动增长放缓，速度超过市场预期。美国 2 月 ISM 非制造业指数为 59.7，高于预期和前值，新订单指数创 13 年新高。由于 1 月份美国政府结束停摆，2 月份各项经济活动回暖属合理情形。另外，美国 12 月新屋销售上涨 3.7%，经季节调整后为 62.1 万户，录得 7 个月的高位，远超市场预期和前值。美国服务业和新屋销售数据意外强劲，缓解了市场对美国经济形势的担忧，美元指数受到提振。

最新公布的美国劳工部公布 2 月份就业数据显示：美国 2 月非农就业人口变动为 2 万人，远低于预期 18 万人和前值 31.1 万人，创下近 17 个月新低。但失业率有所降低，录得 3.8%，低于预期 3.9%，低于前值 4%。我们认为就业数据走弱与此前政府停摆造成的负面影响有关，也反映出美国就业市场有走弱迹象，是经济增速放缓的预警信号。

美国 2018 年 12 月核心 PCE 物价指数环比 0.2%，预期 0.2%，前值 0.1%；12 月核心 PCE 物价指数同比 1.9%，持平预期及前值。不过，12 月个人消费支出环比下跌 0.5%，不及预期，创 2009 年以来最大跌幅。美国通胀稳定但消费大跌，就业紧张、薪资增长稳定支撑短期通胀，但政策刺激效应减退使美国消费支出动能开始降温，叠加近期房地产、制造业、零售业等多项经济指标表现不佳，2019 年美国经济增长压力明显增加，通胀增速亦将趋缓。

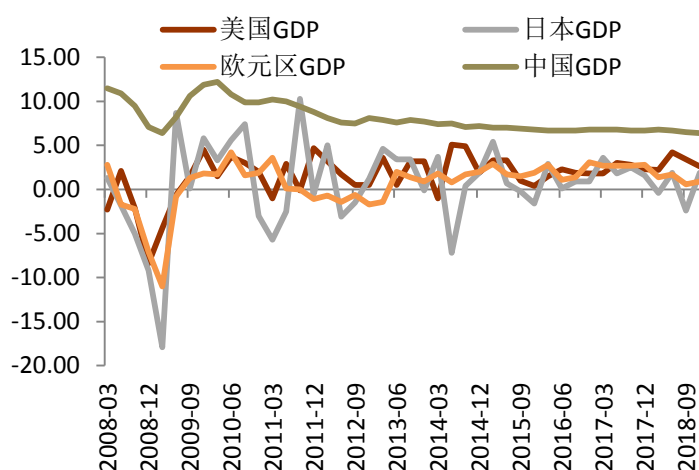
2、欧央行下调经济增长预期

由于贸易摩擦与需求下滑产生的负面影响在持续释放，欧元区制造业 PMI 自 2013 年以来首次离开扩张区间。欧元区 2 月制造业 PMI 终值报 49.3，连续第七个月回落，2013 年 6 月以来首次跌破荣枯线，其中制造业新订单创近六年最大降幅，出口订单下降速度加快。欧洲“经济火车头”德国 2 月制造业 PMI 终值报 47.6，创 74 个月新低，；意大利 2 月制造业 PMI 指数报 47.7，创 2013 年 5 月以来新低；法国 2 月制造业 PMI 终值报 51.4，连续两个月回升，是欧元区少有的亮点。欧元区 2 月服务业 PMI 终值为 52.8，高于预期和前值，同时，综合 PMI 终值为 51.9，结束了连续 5 个月的下滑。虽然二者皆为超预期反弹，但仍处于历史较低水平，欧元区经济整体仍没有表现出充足的上行动力。制造业不振将拖累地区经济表现，预计欧元区 2 月经济仍接近停滞，一季度地区 GDP 增长可能很难超过 0.1%，维持在 2014 年以来最低水平。

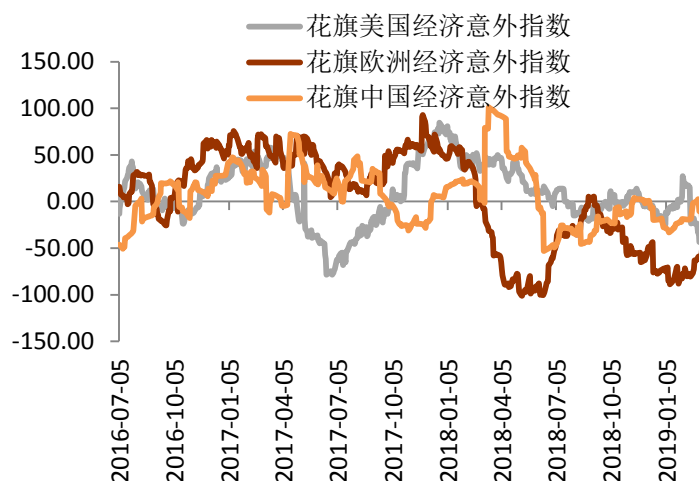
上周四欧洲央行的最新货币政策决议如期按兵不动，但会后的声明比市场预期的还要鸽派。欧洲央行宣布将于 9 月开启定向长期再融资操作(TLTRO)，为银行提供的廉价贷款。由于外部风险未愈、贸易摩擦等因素影响，欧央行认为经济增长前景较预期更为疲弱，经济前景的风险依然偏向下行，并全线下调了未来三年经济增长和通胀目标。

预计欧元区经济今年仍在延续疲软态势，将对全球经济产生较大负面影响。由于欧央行决定延缓加息，并准备再度增加货币供应，这将使得欧元表现弱势，美元将阶段性的维持在较高水平。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化 (%)

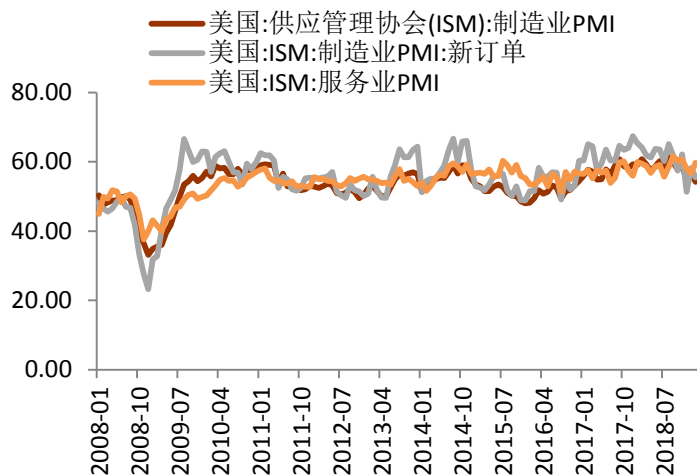


图表 6 全球主要经济体经济意外指数 (%)

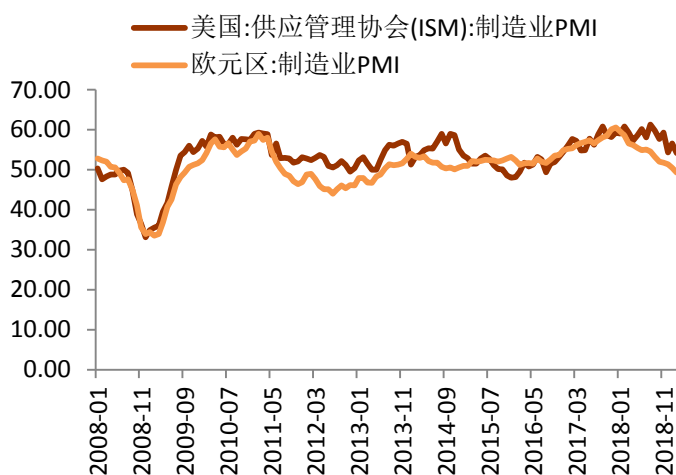


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化 (%)

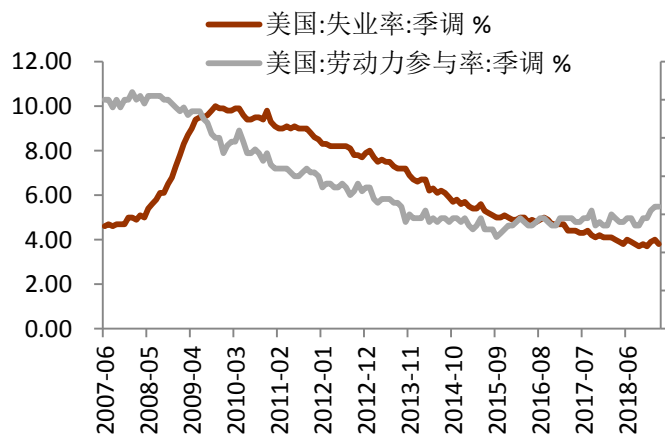


图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化 (%)



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 9 美国失业率变化 (%)



图表 10 金价与 VIX 指数变化

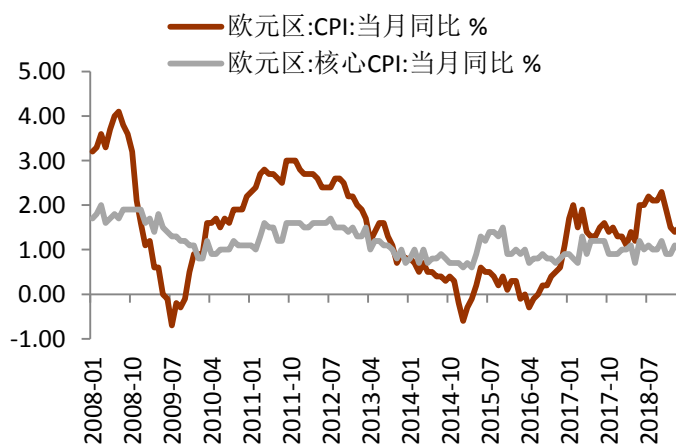


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 10 美国 CPI 增速变化 (%)



图表 11 欧元区 CPI 增速变化 (%)



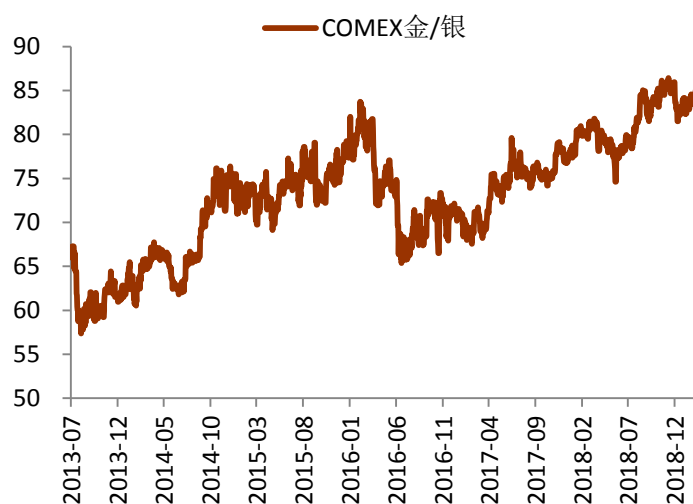
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

2月贵金属价格走势先扬后抑，但银价在上涨过程中一直滞后于金价，而在下跌过程中有跌幅更多，导致金银比价持续上升，目前 COMEX 金银比价已回升至 85 上方，距离 2018 年 11 月的 86 的历史高点仅一步之遥。国内白银价格走势更为疲弱，沪金银比价目前已上涨至 79 附近。白银的需求以工业需求为主。这几年白银的产量在不断增长，但是市场需求乏力，特别是中国光伏产业的调整对白银的供需格局造成很大的压力，是银价走势弱于金价的主要原因。

图表 11 COMEX 金银比价变化



图表 12 沪期金银比价变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

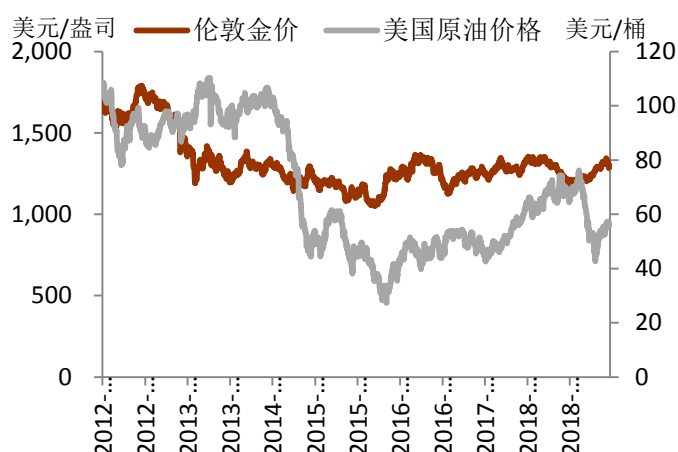
2、黄金原油比价变化

金价在 2018 年和原油价格出现明显的背离，特别是从 2018 年 10 月开始，原油价格的大幅下挫伴随着金价的强劲上涨，这反映了市场的避险情绪的上升，而通胀带动金价上涨的逻辑在弱化。近期原油的波动率下降，黄金/原油的比价因金价的回调下降至 23 附近，仍处于相对高位。

图表 13 原油/黄金比价变化



图表 14 金价与油价走势对比

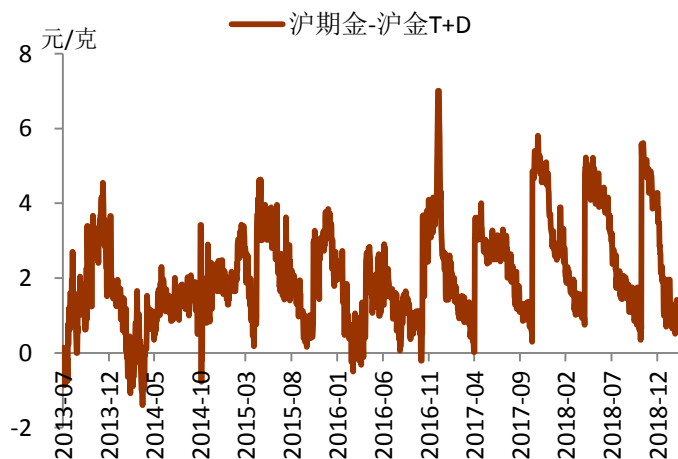


资料来源：Wind，铜冠金源期货

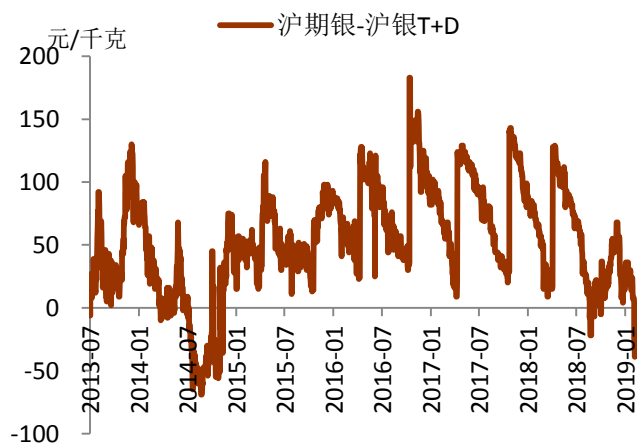
3、期现价差变化

从期现价差来看，因沪金银期货只有 6 月和 12 月合约交易活跃，近月合约会在交割前的一个月移仓至半年后的合约，移仓使得金银的期现价差每半年会出现快速扩大的规则性变动，而白银的期现价差呈收窄的趋势。因沪期银价格的弱势，近期再度出现期现倒挂的情形，这种极端的情况后期大概率会伴随着银价的走强而得到修复。

图表 15 沪期金与沪金 T+D 价差变化



图表 16 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

4、金银 ETF 持仓分析

黄金和白银 ETF 的持仓出现分化。从 2018 年第四季度金价从低位反弹开始，黄金 ETF 的持仓随着金价的上涨而增加。而白银价格的反弹并没有导致白银 ETF 增持，反而在持续减仓。

世界黄金协会（WGC）在近期发布的报告中表示，全球交易所交易基金 ETF 的黄金持仓量在 2 月份下降 33 吨至总数为 2479 吨，结束了连续四次上涨的局面。WGC 表示，大部分流出资金来自北美的 ETF，这些 ETF 下降了 29 吨。

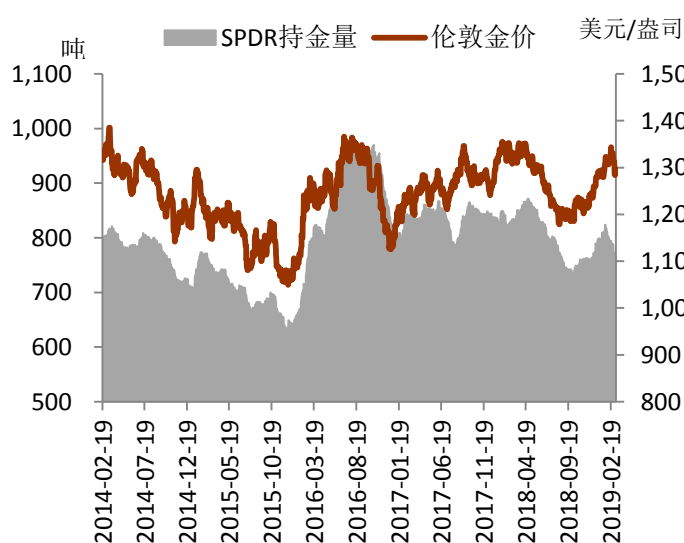
从资金流向来看，近几个月白银 ETF 的持仓并未因近期银价的上涨而增加，反而呈继续减仓的态势，这与黄金 ETF 的持仓伴随金价的上涨而增加形成鲜明的对比。可见，资金对白银并不青睐。

图表 17 贵金属 ETF 持仓变化

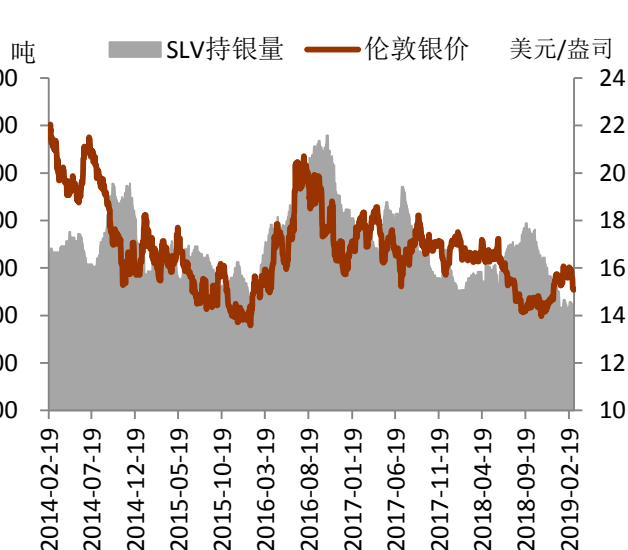
单位：吨	2018/3/20	2019/2/5	2019/3/8	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2173.61	2273.14	2223.15	-50	-2.20%	50	2.28%
SPDR 黄金持仓	833.73	813.29	766.59	-47	-5.74%	-67	-8.05%
ETF 白银总持仓	16348.21	15810.84	15787.11	-24	-0.15%	-561	-3.43%
ishare 白银持仓	9806.03	9664.57	9573.67	-91	-0.94%	-232	-2.37%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 18 黄金 ETF 持仓变化



图表 19 白银 ETF 持仓变化

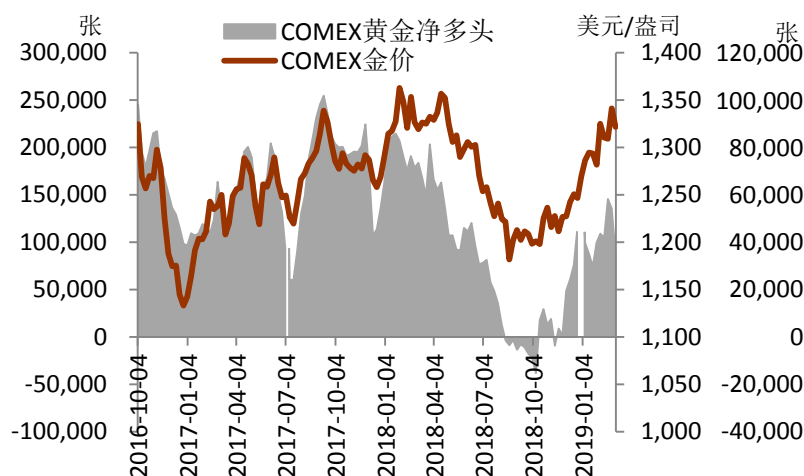


资料来源：Wind，铜冠金源期货

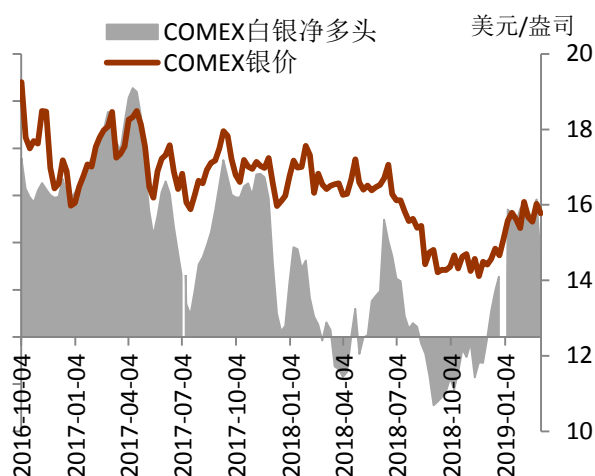
5、CFTC 持仓变化

根据 CFTC 最新报告公布的报告显示：截至 2019 年 3 月 5 日，投机基金将 COMEX 黄金期货投机性净多头头寸削减 35%，使得净多仓降至 88018 手，创六周新低。从具体数据来看，黄金期货投机性多仓减少 34207 手，降幅达到近 15%，使得其多仓总量降至 202628 手，为今年 1 月 22 日以来最低水平。空仓则增加 13471 至 114610 手，为四个多月来最高。COMEX 白银期货投机性净多仓数量减少 25792 手，降幅高达近 45%。对冲基金在削减黄金净多仓的同时也在减仓白银净多单。

图表 20 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 21 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

6、贵金属库存变化

库存方面, COMEX 黄金的库存出现小幅下降, 而白银的库存持续增加, 这在一定程度上体现了白银的工业需求的走弱, 也金银比价保持高位互相验证。截止 2019 年 3 月 8 日, 黄金的库存为 8036244 盎司, 较前一月前减少 4.8%, 较一年前减少 11.93%; 白银库存近期持稳在 30 亿盎司下方, 但较一月前增加 0.82%, 较一年前大幅增加 18.98%。

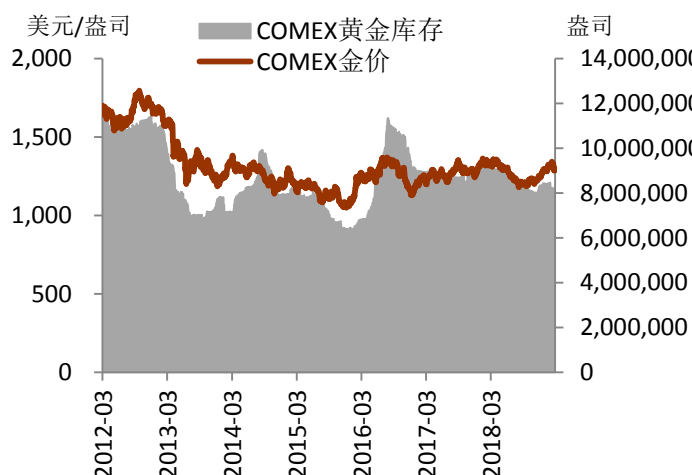
从 2016 年起, 全球白银就一直处于库存积累的过程之中。从 COMEX 和上海黄金交易所的白银库存的数据来看, COMEX 白银库存数据处于历史高, 近几个月保持稳定, 并没有出现持续增加的态势, 而上海黄金交易所的白银库存却无视贵金属价格的上涨而持续快速增加, 这很好的解释了近期国内白银价格明显弱于黄金的原因。

图表 22 COMEX 贵金属库存变化

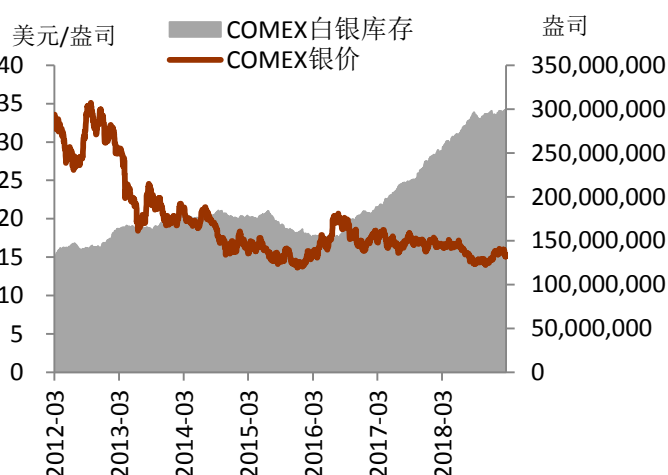
	2018/3/9	2019/2/5	2019/3/8	较上月 增减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	9124644	8441057	8036244	-404813	-4.80%	-1088400	-11.93%
白银(千盎司)	252283.6	297723	300168	2445	0.82%	47884	18.98%

资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 23 Comex 黄金库存变化趋势图



图表 24 Comex 白银库存变化趋势图



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

7、中国央行大幅增持黄金

IMF 数据显示多个国家央行 1 月增持黄金: 中国 2019 年 1 月黄金持有量增加 11.82 吨至 1864.39 吨, 卡塔尔 2019 年 1 月黄金持有量增加 6.26 吨至 37.52 吨, 印度 2019 年 1 月黄金持有量增加 6.532 吨至 606.992 吨。

中国央行公布的最新数据显示, 中国 2 月外汇储备 30901.8 亿美元, 连续第四个月录得增加, 黄金储备连增三个月, 2 月末黄金储备为 1874 吨, 中国央行累积买入黄金 29 吨。上次中国央行大幅增持黄金储备是在 2015 年, 连续数月增持黄金。过去数月, 除了中国之外, 俄罗斯、波兰和匈牙利也出现增持黄金储备的举动。若中国央行继续增持, 有望赶超目前第五大黄金储备国俄罗斯的 2066.2 吨。

四、行情展望及操作策略:

整体看来, 目前全球经济正在放缓, 市场风险抬升, 全球央行重回宽松的货币政策将利多黄金。而相对于其他主要经济体, 美国的经济依然韧性较强, 这将给与美元指数支撑。由于欧央行准备再度增加货币供应, 这将使得欧元表现弱势, 美元将阶段性的维持在较高水平, 或将使得贵金属价格承压。多空因素交织之下, 我们认为近一个月贵金属将在维持震荡偏强走势, 但上涨空间有限。若无重大刺激, COMEX 期金前期 1350 美元/盎司或为年内高点。

技术面看上, COMEX 金价的主要波动区间在 1285-1320 美元/盎司之间、COMEX 银价的主要波动区间在 15-15.8 美元/盎司之间。

投资策略建议: 沪金银以逢低做多为主

风险因素: 美元经济恶化超预期使得指数大幅下挫

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号

1803、2104B 室

电话：021-68400688



深圳营业部

深圳市福田区彩田路 3069 号星河

世纪大厦 A 栋 2908 室

电话：0755-82874655

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来

公寓 1201

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号

期货大厦 2506B

电话：0411-84803386

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财

富广场 A2506 室

电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。