



2019年9月5日 星期四

避险需求&负利率支撑

金银将高位运行

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

要点

- 全球经济放缓及贸易摩擦不确定性继续对美国制造业及投资产生压力，而美债收益率倒挂使得经济衰退的警钟再度响起，美国核心PCE一直处于下行趋势。在此背景下，美联储为了防范风险，大概率会在9月18日的议息会议上再度降息25个基点。欧元区面临经济下滑和英国脱欧的双重困扰，低通胀水平加上美联储降息，欧央行也很可能跟随降息。
- 中长期来看，全球经济前景不佳，越来越多的国家降息并进入负利率的背景下，作为零息资产的贵金属依然是资产配置中的优先选择。我们继续坚定看好贵金属中长期走势。
- 近期白银价格强势上涨，而黄金价格高位震荡，金银比价也快速修复。短期看来，黄金持续上涨的动力不足，有技术性回调的需求，但回调幅度受限，预计会呈宽幅震荡格局。若金价回调，银价走势也必将跟随调整，且波动率会更大。
- 预计COMEX金价近一个月主要波动区间在1500-1600美元/盎司之间、COMEX银价的主要波动区间在18-21美元/盎司之间。
- 投资策略建议：沪金银等待回调后逢低做多
- 风险因素：中美贸易摩擦超预期缓和

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、美国经济下行压力加大，预计9月将再度降息.....	5
2、欧元区面临经济下滑和英国脱欧的双重困扰.....	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、 期现及跨期价差变化.....	9
4、 金银ETF持仓分析.....	10
5、 CFTC持仓变化.....	10
6、 贵金属库存变化.....	11
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	5
图表 4 金价与美国实际利率走势变化	5
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
图表 25 Comex 黄金库存变化	12
图表 26 Comex 白银库存变化	12

一、贵金属行情回顾

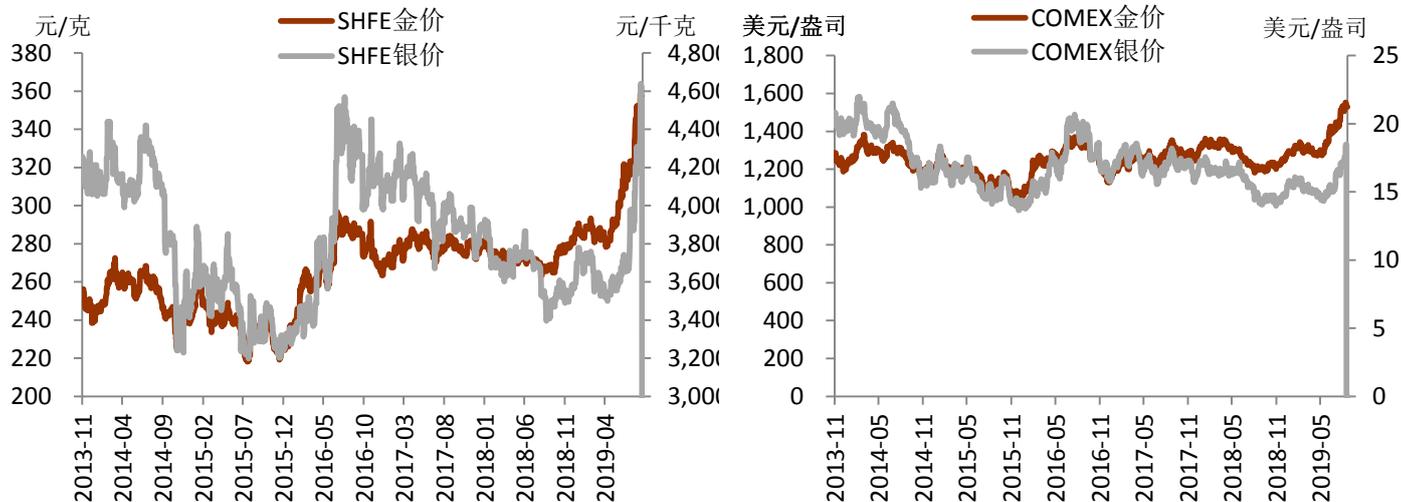
美联储在 7 月 31 日如预期降息 25 个基点之后，叠加美国公布的 7 月经济数据不及预期，以及美国总统特朗普威胁对中国商品加征关税，全球贸易风险再度上升，美联储进一步降息预期加强，美元继续重挫，美债收益率下跌，美股大跌，引发市场避险需求的爆发，贵金属价格在 8 月继续强劲上涨。COMEX 期金在 8 月 7 日一举突破 1500 美元/盎司的整数关口，并不断再创新高，在 8 月 26 日达到 1565 美元的高点。而白银价格表现更加耀眼，价格不断创新高，目前已站上 19 美元/盎司，离 20 美元的关口仅一步之遥。整个 8 月，COMEX 金价涨幅为 7.23%，COMEX 银价涨幅为 13.5%，COMEX 金银比价快速修复，快速回落至 82 附近，为今年以来的低位。年初至今，COMEX 期金已上涨 21%，COMEX 期银已上涨 25%，贵金属是今年最硬核的避险资产。

由于人民币兑美元汇率在 8 月初破“7”，市场对人民币继续贬值预期强烈，国内沪期金走势明显强于外盘，8 月沪期金涨幅为 10.69%，沪期银涨幅为 14.86%。

近期，中美贸易摩擦有所缓和，市场避险情绪减弱，黄金价格高位震荡，而白银价格则继续强势上行。

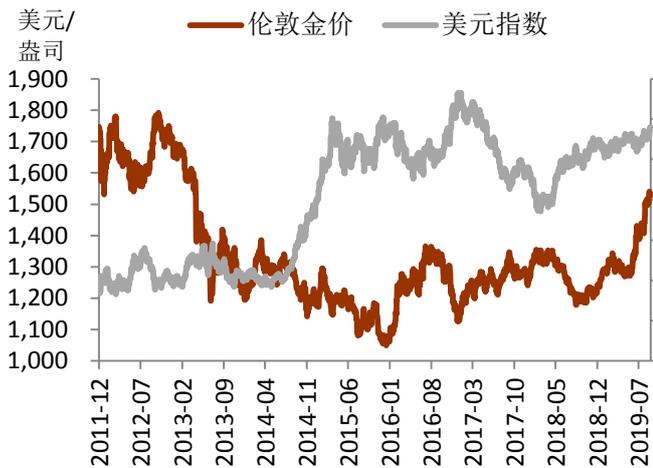
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

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

贸易摩擦升级冲击全球经济前景, 各国经济增速纷纷下滑, 全球央行步入降息潮予以应对, 美债利率倒挂警示美国经济衰退风险。这些因素都对贵金属价格形成支撑, 我们坚定看好黄金中长期走势。

1、美国经济下行压力加大, 预计9月将再度降息

美国二季度经济增长放缓, GDP 增速下修至 2%, 大幅低于一季度的 3.1%, 其中, 消费增长是主要提振, 投资和净出口拖累经济。美国 8 月 Markit 制造业 PMI 终值重回 50 整数关口, 且好于预期, 但仍是 2009 年 9 月以来最低水平, 产出和新订单指数均为十年最低, 表明第三季度制造业表现可能拖累经济增速。另外, 美国 8 月 ISM 制造业 PMI 为 49.1, 为 2016 年 8 月以来首次跌破荣枯线, 主要受订单、生产和招聘活动萎缩的影响。美国 7 月耐用品订单增速回升至环比上升 2.1%, 高于前值和预期, 但核心耐用品订单并不如人意, 环比-0.4%, 重回负增长。8 月份美国消费者信心也大幅下滑至 89.8。全球经济放缓及贸易摩擦不确定性继续对美国制造业及投资产生压力, 表明美国企业对资本支出仍呈谨慎态度。体来说, 目前美国经济下行压力加大, 投资者对未来经济前景的信心明显下降, 但与其他发达经济体相比仍然强势, 这也支撑美元指数高位运行。3 月份以来, 美国核心 PCE 一直处于下行趋势, 美国 7 月核心 PCE 同比 1.6%, 虽与预期及前值持平, 但距离 2% 的通胀目标距离较远。正如鲍威尔表示: “在这个时代, 低通胀才是问题, 而不是高通胀。” 所以当前通胀不达标的情况下, 美联储降息具备基本面的条件。

近期 2 年期与 10 年期国债重新出现倒挂, 且有持续迹象, 经济衰退的警钟再度响起。中美经贸摩擦不断升级且特朗普反复不定, 在此背景下, 美联储大概率会为了防范风险而继续降息。预计美联储将在 9 月 18 日的议息会议上再度降息 25 个基点。

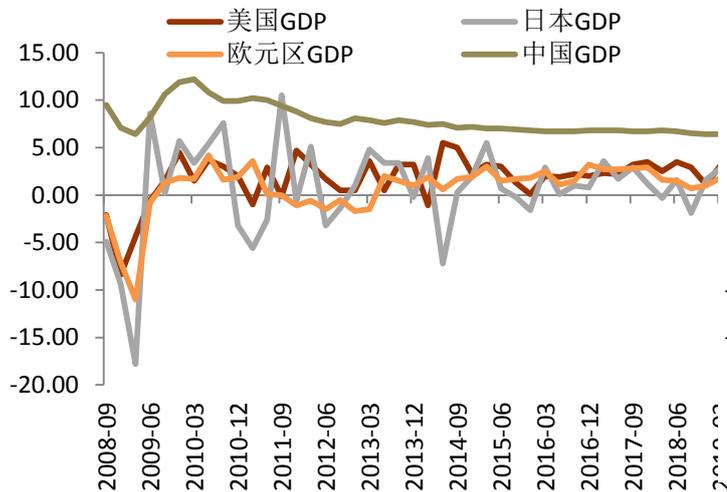
2、欧元区面临经济下滑和英国脱欧的双重困扰

欧元区二季度 GDP 环比修正值为增长 0.2%，与预期及前值持平，较一季度 0.4% 的增速有所放缓。欧元区 8 月季调后制造业 PMI 终值由 46.5 的低位改善至 47，但已连续七个月处于收缩区域。8 月产出及新订单继续收缩，后者已连续八个月收缩；就业连降四个月；整体前景信心降至 2012 年 11 月以来最低。欧元区 8 月 CPI 同比上升 1%，与预期和前值持平；核心 CPI 同比上升 1.1%。在全球经济走弱的背景下，欧元区通胀率仍将维持低位。低通胀水平加之美联储降息，导致欧央行也很可能跟随降息。

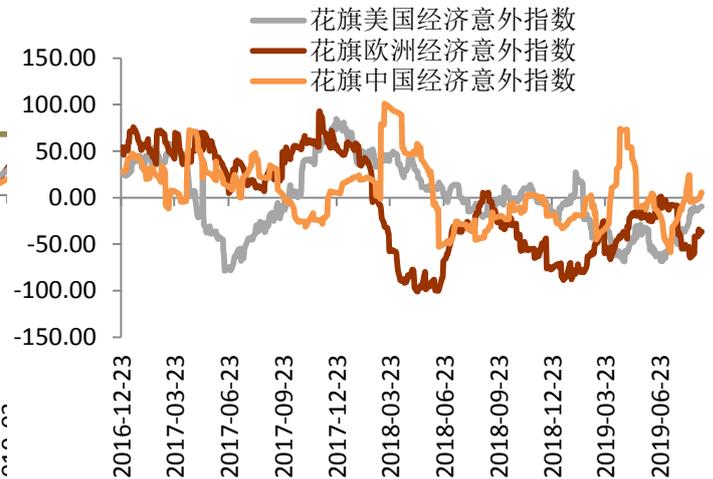
作为欧元区经济增长的引擎，德国二季度末季调 GDP 同比 6 年来首次录得零增长，环比下滑 0.1%，德国经济陷入“技术性衰退”的风险加大。PMI 数据同样显示通缩因素正在积聚，受累于新订单继续大幅下跌和产出再次大幅减少，德国制造业 PMI 接近 7 年低位；企业产出预期显著下滑至历史低位。德国经济二季度受出口增长滑坡拖累，环比负增长 0.1%。不过，法国 8 月 PMI 数据呈现积极迹象。法国制造业的产出和新订单数据均有回升，产出增长是过去六个月来第二次录得增长，表明法国制造业在欧洲其他国家制造业不景气的情况下展现出了弹性。

距离英国脱欧最后期限 10 月 31 日越来越近，不断加深的“脱欧”分歧给英镑带来了进一步压力，英镑承压跌至近 3 年低位。虽然目前英国“无协议脱欧”被投票否决，但新首相约翰逊表示绝不接受再次延迟“脱欧”限期，并计划在 10 月 14 日举行提前大选。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

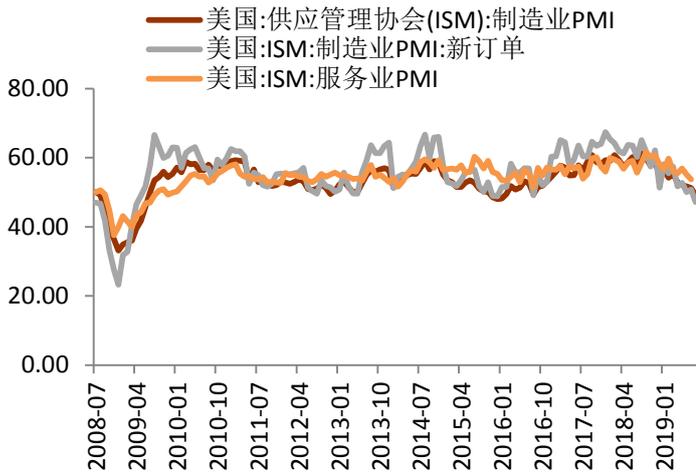


图表 6 全球主要经济体经济意外指数



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

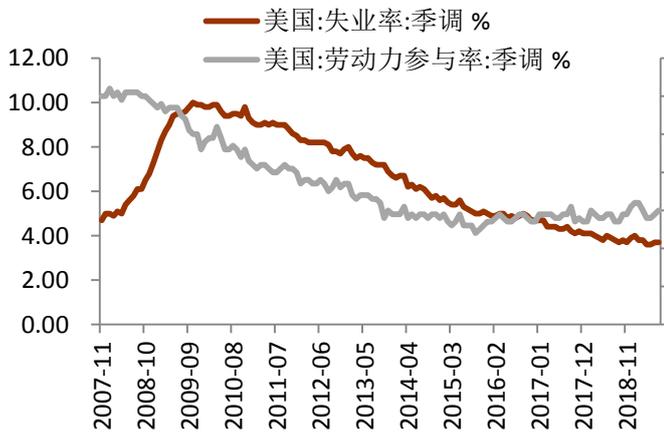


图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化



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

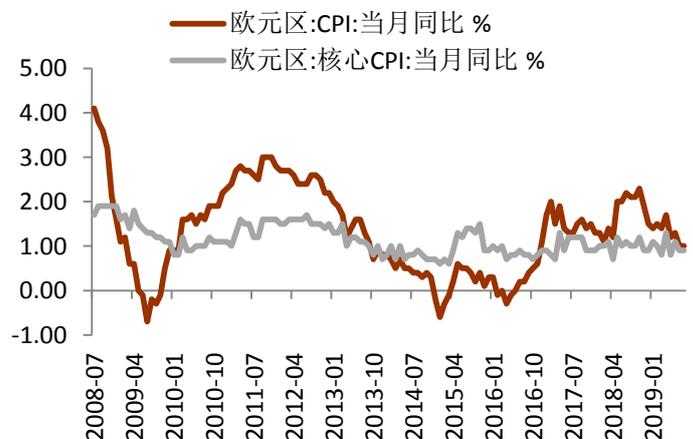


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 10 美国 CPI 增速变化



图表 11 欧元区 CPI 增速变化



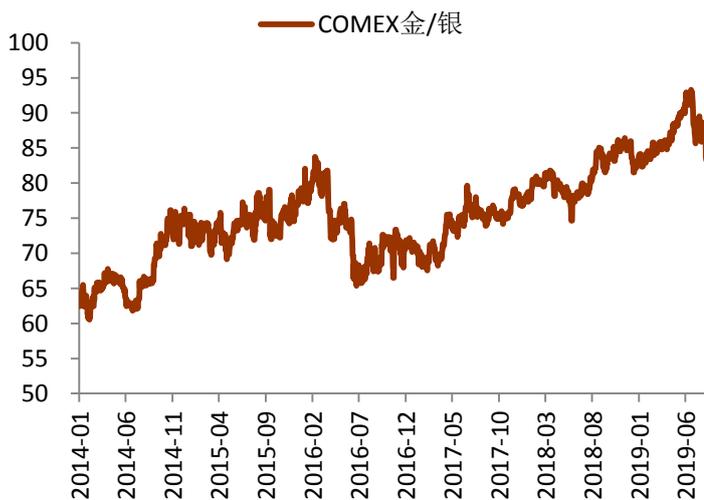
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

因避险需求的提振，今年黄金价格的走势持续强于白银，COMEX 金银比价不断走高。从7月中旬开始，白银价格出现修复式上涨，金银比价快速回调至 85 一线。而后因美国经济数据的恶化及贸易摩擦升级提振避险情绪，金价的走势再度强于白银。由于金价已创六年新高，而银价涨幅依然滞后于金价，避险资金涌入白银。8 月银价出现修复性上涨，走势持续强于金价，金银比价快速回落至 82 一线，为今年 1 月以来的最低水平。我们在之前的专题报告中分析过，中长来看，金银比价并不存在均值回归的规律。对于金银比价的套利，更合适用逻辑套利思想来指导交易。在目前全球经济前景恶化、贸易摩擦升级的背景下，避险需求将支撑金价走势持续强于银价，预计金银比价在短期修复后后市仍在不断走高。

图表 11 COMEX 金银比价变化



图表 12 沪期金银比价变化

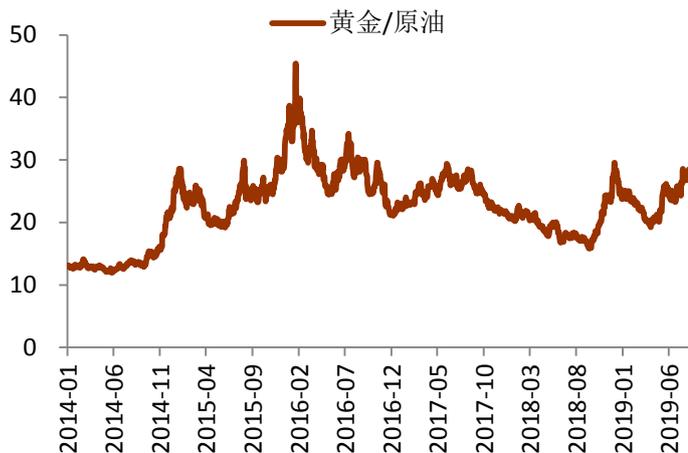


资料来源：Wind，铜冠金源期货

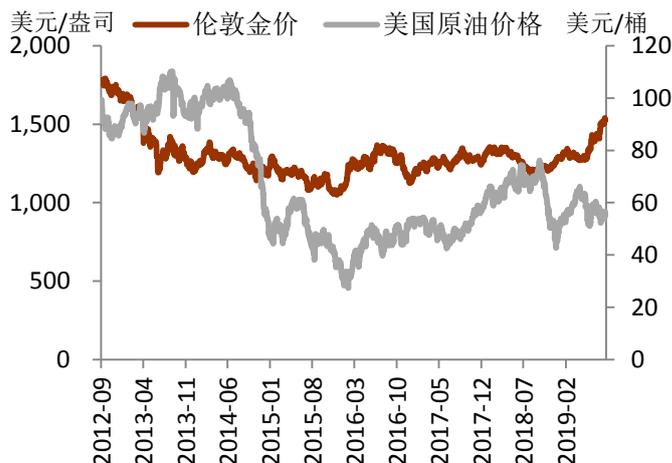
2、黄金原油比价变化

8 月 NYMEX 原油期货价格呈低位震荡之势，但在 50 美元/桶一线有较明显的支撑。近期美国原油库存大降鼓舞多头信心，虽然 OPEC 减产行动稳步推进，但全球经济下滑迹象愈发明显，以及中美贸易局势紧张化，均令原油需求前景悲观。目前黄金原油的比价回升到至 27 上方，处于中值范围。在目前的环境下，原油的需求端会大概率走弱，而供应端还受到页岩油成本快速下降的挤压，原油价格难言乐观。而黄金价格继续看好，预计黄金原油的比价重心会继续上移。

图表 13 原油/黄金比价变化



图表 14 金价与油价走势对比



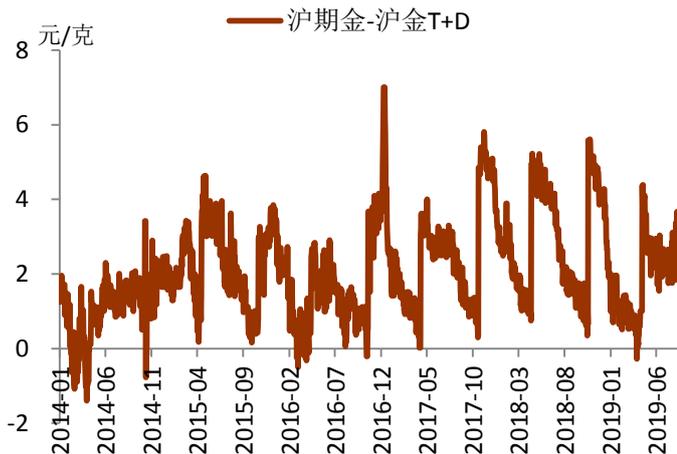
资料来源：Wind，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

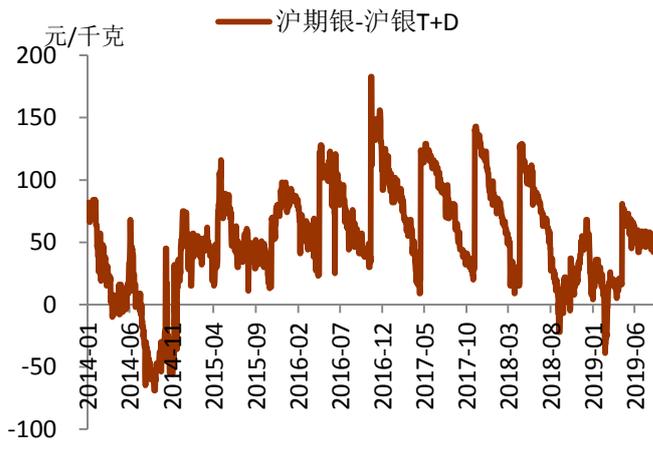
8月人民币兑美元汇率贬值并破“7”，引发的强烈贬值预期，沪期金价格走势强于现货。8月沪金银主力合约与黄金 T+D 现货之间的价差不但没有出现收缩，反而出现扩大，近期国内黄金的期现价格已达 3 元/克。同样，沪期银与白银 T+D 现货之间的价差也没有出现收缩，保持在 50 元/千克附近。

近期中美贸易关系有所缓和，预计人民币兑美元贬值难以持续，后期沪金银的期现价差都会出现回归。

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

全球经济前景的恶化使得市场避险需求增加，随着近期金银价格的走高受到市场的广泛关注，黄金白银的 ETF 持仓量都同步大幅增加。截止 9 月 3 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持有量为 890 吨，较上月增加 8.09%，为连续三个月增加，同比增加 17.86%；全球最大的白银 ETF- ishares 的白银持有量为 12073 吨，比上月增加 8.81%，为连续两个月增加，同比增加 17.9%。

图表 17 贵金属 ETF 持仓变化

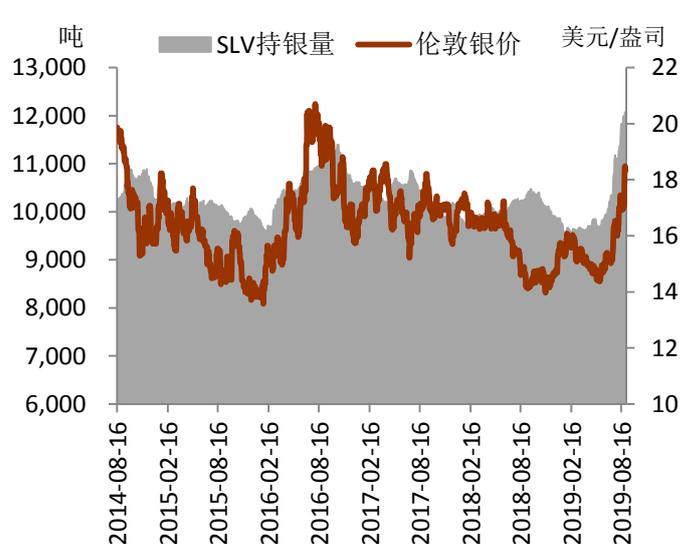
单位：吨	2018/9/13	2019/8/1	2019/9/3	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2104.71	2357.44	2465.34	108	4.58%	361	17.13%
SPDR 黄金持仓	755.16	823.42	890.04	67	8.09%	135	17.86%
ETF 白银总持仓	16710.50	18439.84	19645.69	1206	6.54%	2935	17.56%
ishares 白银持仓	10236.28	11095.09	12072.94	978	8.81%	1837	17.94%

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

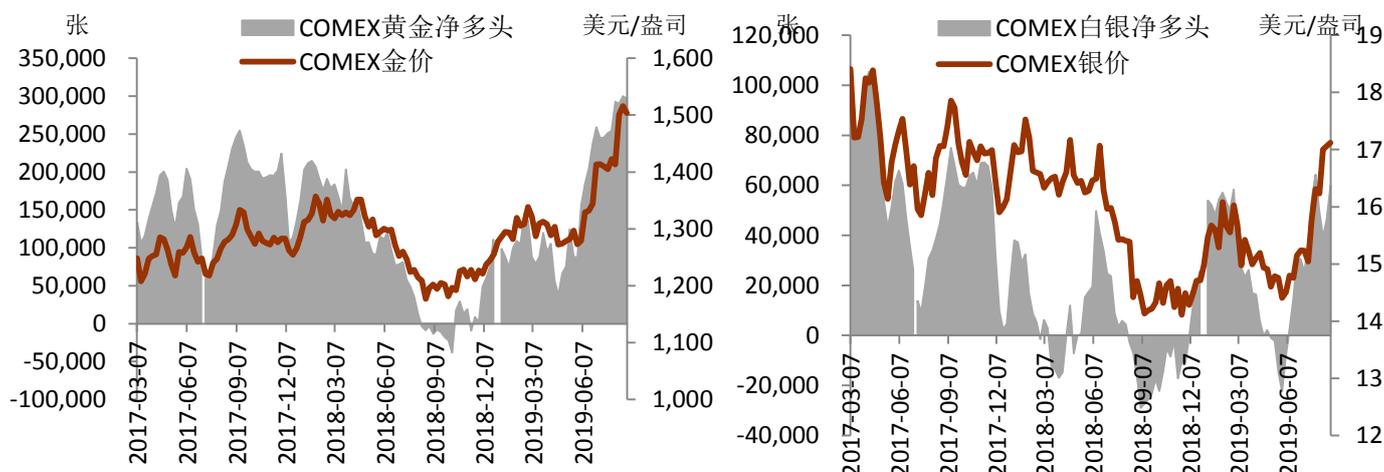
5、CFTC 持仓变化

黄金白银的价格与 COMEX 黄金白银期货净多头合约的变化明显正相关性。COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓，从 4 月份就开始持续增加。而白银的非商业净多持仓 6 月份才由负转正，近两个月快速增加。

COMEX 黄金期货净多头持仓近四周都维持 29 万手上方，为近 3 年的高位。在截至 8 月 27 日当周，COMEX 黄金期货净多头持仓为 297838 手，比上周的 299993 手略有减少；而 COMEX 白银期货的非商业性净多头寸持仓为 59852 手，虽然比上月的 64297 手有所下降，但也为今年以来的高位，并连续两次持续增加。投机资金的持仓变化是助推行情的直接因素，这也从资金层面揭示了近期银价走势抢于金价的原因。目前黄金白银的非商业性持仓都处于高位，而白银的也经历了修复性上涨，预计短期 COMEX 黄金白银期货的非商业性净多持仓出现回落的可能性较大，金银价格会出现阶段性的震荡调整。

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

整体而言，随着今年金银价格的大幅上涨，黄金的库存有所下降，而白银的库存则持续增加，但增幅放缓。截至 9 月初，COMEX 黄金期货的库存为 810 万盎司，环比小幅增加 4%，同比下降 4%；而 COMEX 白银期货的库存则为 3.1 亿盎司，与上月基本持平，但同比增加 5.6%。

近几年，全球白银的显性库存都在显著增加。目前 COMEX 白银库存超过 3.1 亿盎司，为 24 年高位。国内两大交易所—上海期货交易交易所和上海黄金交易所的库存也创新高，为 4700 多吨。特别是上海黄金交易所的白银库存持续大增至 3300 吨以上，比上月增加 300 吨。库存高位显示白银的消费依然很差，但银价却大幅上涨，可见白银的价格走势并不是由商品属性决定，更多取决于金融属性。

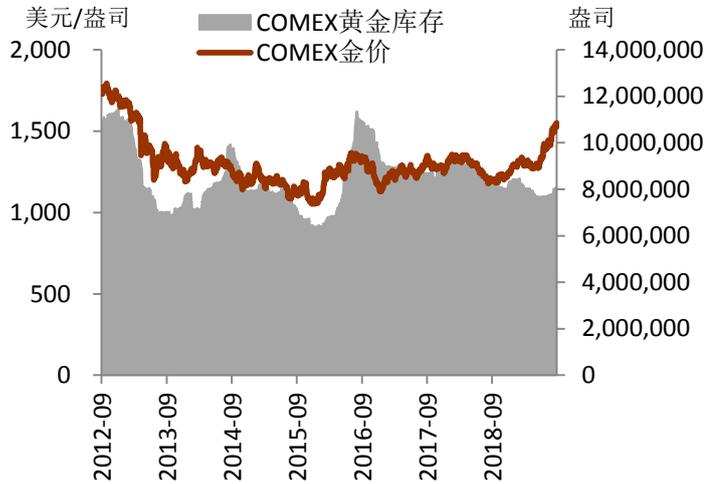
图表 22 COMEX 贵金属库存变化

	2018/9/4	2019/8/1	2019/9/3	较上月增 减	环比变 化率	较去年增 减	同比变 化率

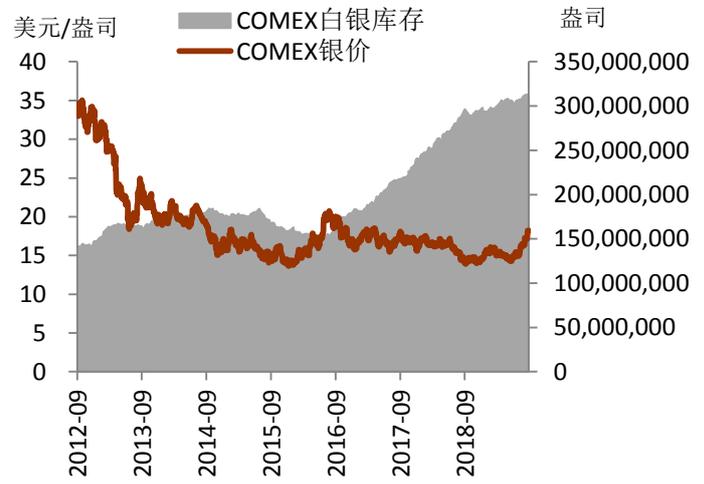
黄金(盎司)	8432742	7783670	8100058	316388	4.06%	-332684	-3.95%
白银(千盎司)	294696.5	310374.2	311217.7	844	0.27%	16521	5.61%

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

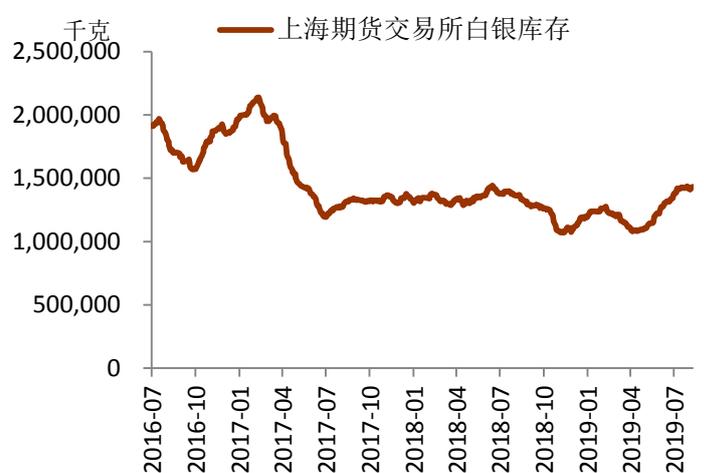


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 25 Comex 黄金库存变化



图表 26 Comex 白银库存变化



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略:

美国二季度经济增长放缓, GDP 增速下修至 2%。全球经济放缓及贸易摩擦不确定性继续对美国制造业及投资产生压力, 而美债收益率倒挂使得经济衰退的警钟再度响起, 美国核心 PCE 一直处于下行趋势。在此背景下, 美联储大概率会为了防范风险而继续降息。预计美联储将在 9 月 18 日的议息会议上再度降息 25 个基点。欧元区面临经济下滑和英国脱欧的双重困扰, 低通胀水平加上美联储降息, 导致欧央行也很可能跟随降息。

中长期来看，全球经济前景不佳，越来越多的国家降息并进入负利率的背景下，作为零息资产的贵金属依然是资产配置中的优先选择。我们继续坚定看好黄金中长期走势。

近期白银价格强势上涨，而黄金价格高位震荡，金银比价也快速修复。短期看来，黄金持续上涨的动力不足，有技术性回调的需求，但回调幅度受限，预计会呈宽幅震荡格局。若金价回调，银价走势也必将跟随调整，且波动率会更大。

预计 COMEX 金价近一个月主要波动区间在 1500-1600 美元/盎司之间、COMEX 银价的主要波动区间在 18-21 美元/盎司之间。

投资策略建议：沪金银等待回调后逢低做多

风险因素：中美贸易摩擦超预期缓和

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

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

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

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

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。