

2019年12月3日 星期二



风险因素不容忽视

金银下行空间有限

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

要点

- 近期公布的一系列经济数据好转证明美国经济在企稳回升，市场提高了对美国四季度经济增长的预期。从美联储近期的表态来看，后期降息概率极低。而欧元区连续多月位于荣枯线之下的PMI指数出现反弹，欧元区经济有触底企稳倾向。主要经济体的经济数据均出现一定程度的回暖，市场风险偏好抬升，美股不断创新高，避险资产黄金走势承压。
- 在当前复杂的宏观环境下，全球经济的复苏不会一帆风顺。中美贸易的缓和使得目前投资者对贸易摩擦得到解决持谨慎乐观态度，不排除再度出现反复波动的可能。届时市场的避险需求随时可能被重新点燃，我们认为贵金属价格的下跌空间有限，后期或再度上涨。
- 预计12月金价将呈震荡走势。COMEX金价近一个月主要波动区间在1450-1500美元/盎司之间、COMEX银价的主要波动区间在16.5-17.5美元/盎司之间。
- 投资策略建议：沪金银伺机逢低做多
- 风险因素：中美贸易关系再度恶化

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、美联储鹰派降息，非农数据向好提振市场预期	5
2、欧央行货币宽松效果有限，需要财政政策的支持	5
三、市场结构及资金流向分析.....	7
1、 金银比价变化	7
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	9
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

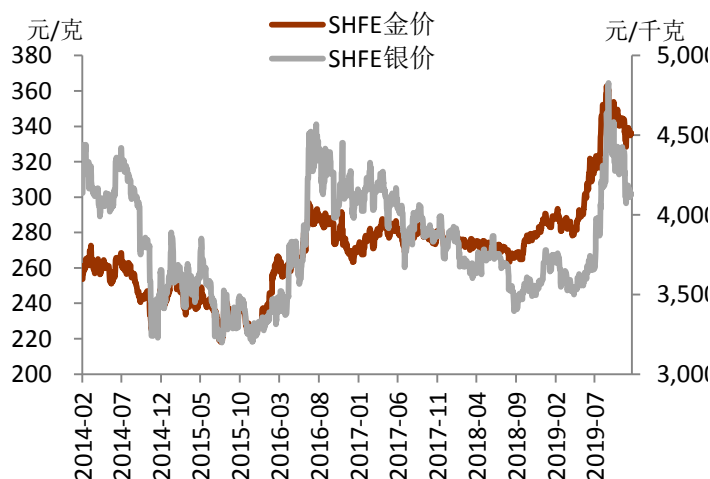
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美国实际利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	6
图表 6 全球主要经济体经济意外指数	6
图表 7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化	6
图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化	6
图表 9 美国失业率变化	7
图表 10 金价与 VIX 指数变化	7
图表 10 美国 CPI 增速变化	7
图表 11 欧元区 CPI 增速变化	7
图表 11 COMEX 金银比价变化	8
图表 12 沪期金银比价变化	8
图表 13 原油/黄金比价变化	8
图表 14 金价与油价走势对比	8
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	12
图表 24 COMEX 白银库存变化	12
图表 25 上海黄金交易所白银库存变化	12
图表 26 上海期货交易所白银库存变化	12

一、贵金属行情回顾

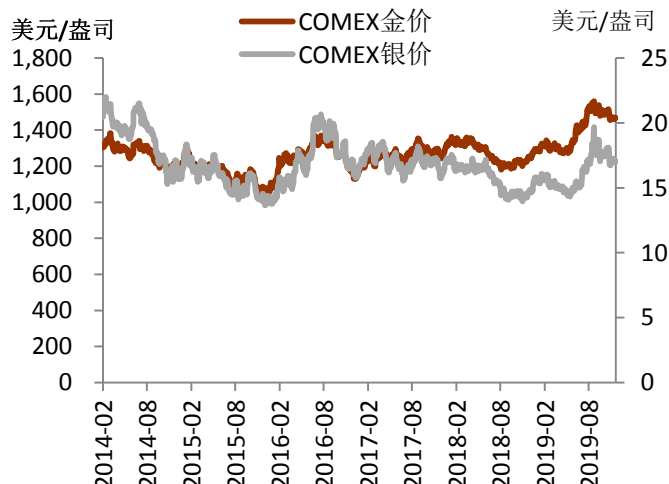
11 月贵金属价格呈震荡下行走势。中美贸易协商不但传来利好消息，叠加主要经济体的经济数据好转，美股再创新高，美债收益率持续反弹，贵金属走势承压下行。COMEX 期金主力 2002 合约在 11 月 12 日最低下挫至 1446.2 美元/盎司。之后，虽然期货市场出现一些空头回补，贵金属价格有所反弹，但依然呈现出弱势运行格局。

人民币兑美元汇率在 11 月呈先升后贬之势。在 11 月 7 日大幅升值一度回到 7 以内，但很快扭转升势再度回到 7 上方，目前呈小幅贬值的趋势。国内沪金银价格走势跟随外盘，但因汇率的波动而呈现出不同的强弱变化。整体而言，国内金价 11 月走势强于外盘，沪期金 2.35% 的月度跌幅小于 COMEX 期金主力合约 3.4% 的跌幅。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

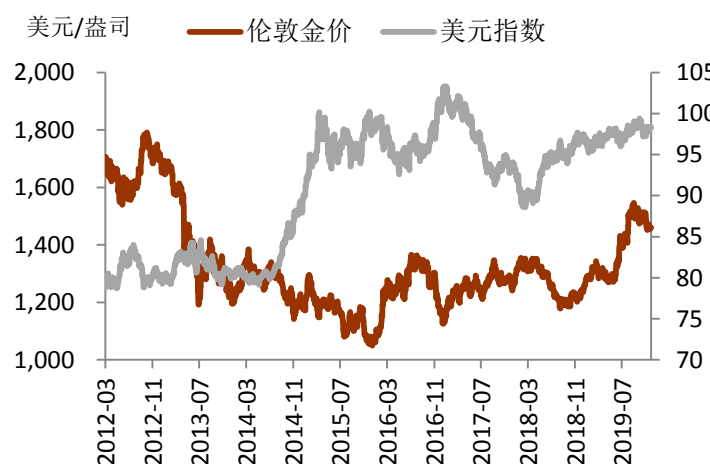


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

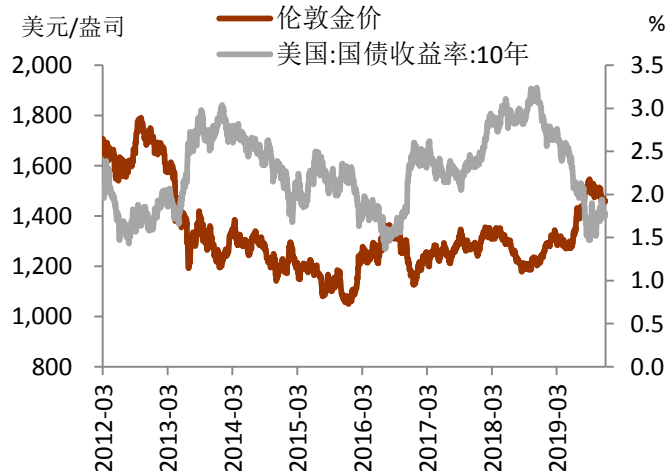


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

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

进入第三季度，中美贸易谈判取得进展，市场的风险偏好降低。在连续的降息刺激下，主要经济体的数据均出现转化的迹象，美股不断再创新高，美债收益率回升，美元指数维持高位，这对贵金属价格的短期走势影响一定的压制。

1、美国经济数据回暖，后期不会降息

近期逐步有更多数据证明美国经济在企稳回升。受益于库存项及消费项上修，美国三季度实际 GDP 年化季率为 2.1%，好于预期和初值的 1.9%，高于二季度的 2.0%。10 月商品贸易赤字从上月的 705 亿美元进一步缩窄至 665 亿美元。10 月耐用品订单比升 0.6%，预期 -0.8%，前值 -1.2%，远好于预期，表明商业资本支出有所改善。第三季度 GDP 与耐用品订单数据公布后，市场提高了对美国四季度经济增长的预期。但美国 10 月个人支出同比增速创八个月新低，美联储青睐的通胀指标回升乏力。10 月 PCE 物价指数同比增长 1.3%，环比增长 0.2%，高于 9 月零增长前值，剔除食品与能源的核心 PCE 物价指数 10 月环比增长 0.1%，同比增长 1.6%，连续两个月同比增长放缓，进一步偏离 2% 的通胀目标。美国制造业 PMI 值出现较大幅度反弹。11 月美国 Markit 综合 PMI 为 51.9，其中制造业 PMI 52.2，服务业 PMI 51.6，均高于前值。新屋销售数据连续两个月走强，为近 12 年以来首次。

从美联储近期的表态来看，后期降息概率降低。鲍威尔表示只要经济仍在目前的轨道上，美联储就不太可能很快调整利率。我们认为若美国在当前的经济轨道上运行，美国利率进一步下行的可能性较小。

近两个月中美贸易谈判在向好的方面推进。近期对中美贸易关系一根比较核心的问题是：12 月 15 日美国对从中国进口的约 1600 亿美元加征 15% 关税是否会取消或延迟执行。这将对全球经济前景产生较大影响。

2、欧元区经济有企稳倾向

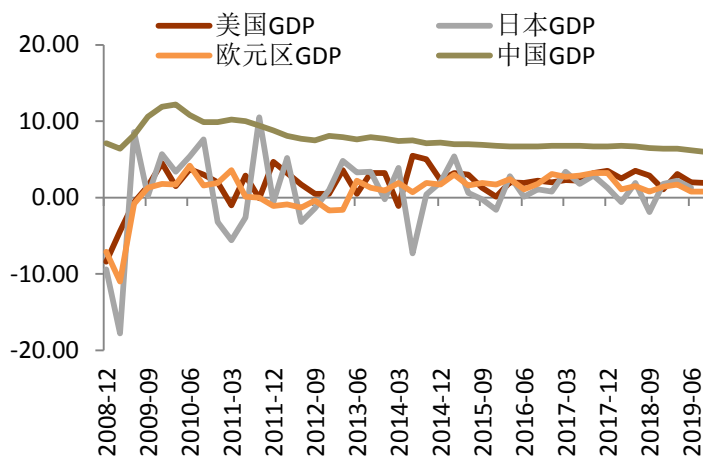
欧元区第三季度 GDP 修正值同比增 1.2%，高于预期和前值的增 1.1%。德国经济惊险躲过技术性衰退，三季度 GDP 环比增长 0.1%。11 月德国 IFO 景气调查以及欧元区经济信心指数均边际回升，与此前公布的 11 月制造业 PMI 回升的积极信号一致。11 月欧元区 Markit 综合 PMI 50.3，制造业 PMI 46.6，服务业 PMI 51.5，均好于预期和前值。其中，德国、法国、欧元区的数据均超出了市场预期，表明欧元区的经济出现了一定的改善，这与贸易形势缓和、欧元的贬值有一定关系。连续多月位于荣枯线之下的 PMI 指数出现反弹，欧元区经济有触底企稳倾向。考虑到目前德国的财政政策难以推出，欧元区仍然看不到强有力的内在动力，因此对欧洲经济来说，尽管有一些企稳的迹象，但经济恢复的时间上还是要靠后一些，但一旦企稳后，由于外向型的特点和低基数原因，欧洲经济反弹的速度会更快。另外，

英国 11 月的 PMI 仍在继续下行，表明英国经济仍然受到脱欧的影响，这一影响至少需要持续到明年 1 月底。

欧元区 11 月 CPI 回暖，年率初值录得 1%，预期 0.9%，前值 0.7%。欧元区 11 月调和 CPI 初值同比增长 1.0%，核心调和 CPI 初值同比 1.3%。此外，欧元区 10 月失业率录得 7.5%，预期 7.5%，前值 7.6%，为 2008 年 7 月以来的最低水平。失业率的走低与消费的改善将对欧洲经济形成支撑。

英国大选将在 12 月 12 日举行大选，13 日公布结果。最新民调显示保守党将重新掌握下议院多数。保守党重掌多数将有望推动英国顺利在明年 1 月底前退欧，进入过渡期。过渡期内，英国将与欧盟就贸易等重要关系谈判，这将极具挑战性。如果过渡期结束而双方没有达成协议，那么依然面临一种“无协议”退欧风险。届时双方可能需要延长过渡期。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

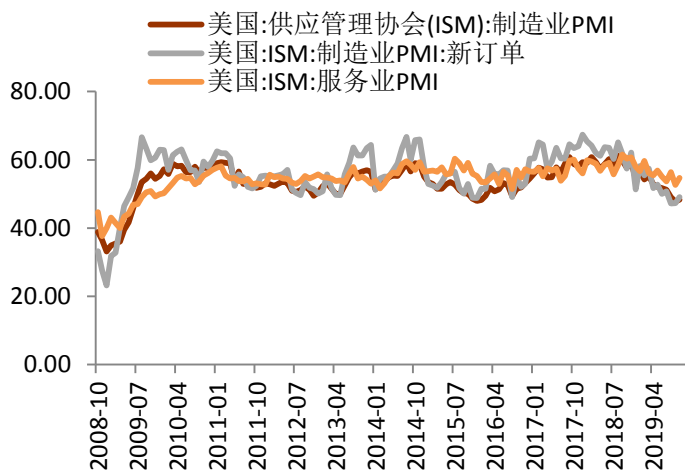


图表 6 全球主要经济体经济意外指数

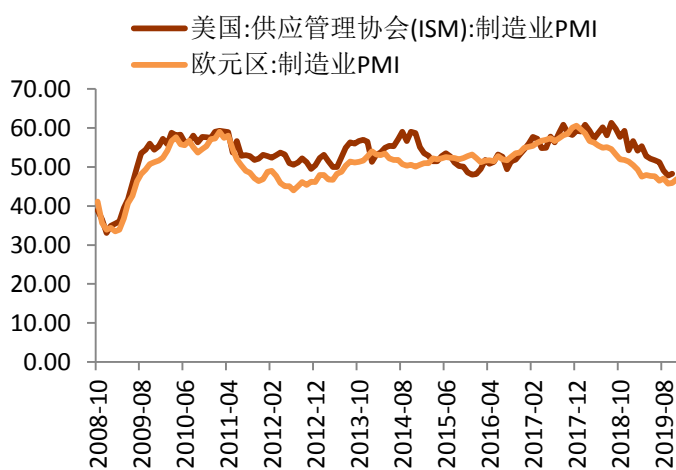


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化

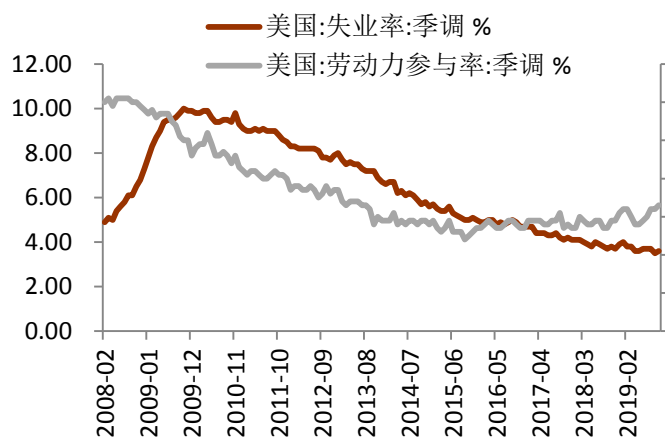


图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化

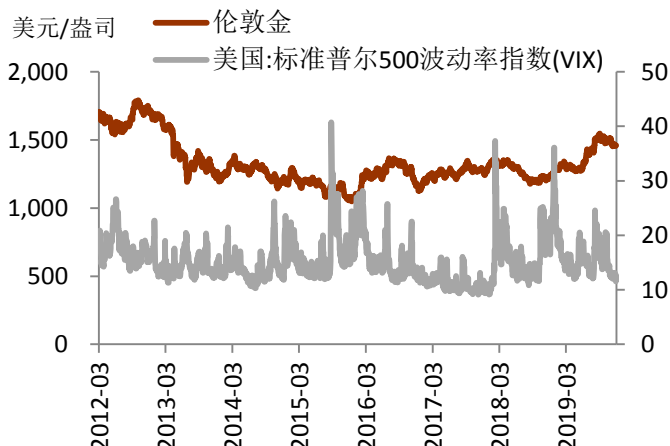


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 9 美国失业率变化



图表 10 金价与 VIX 指数变化

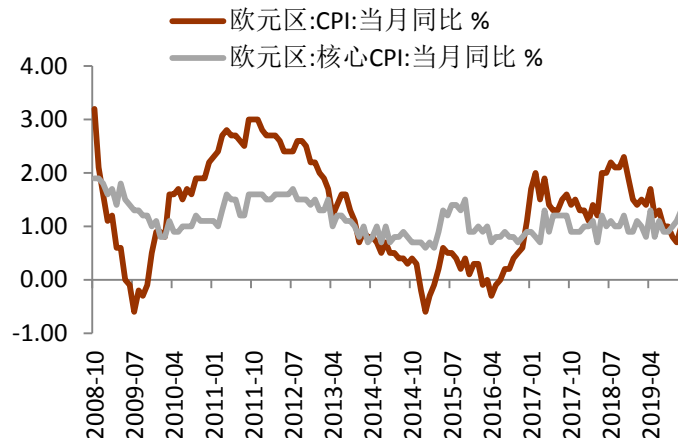


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 10 美国 CPI 增速变化



图表 11 欧元区 CPI 增速变化



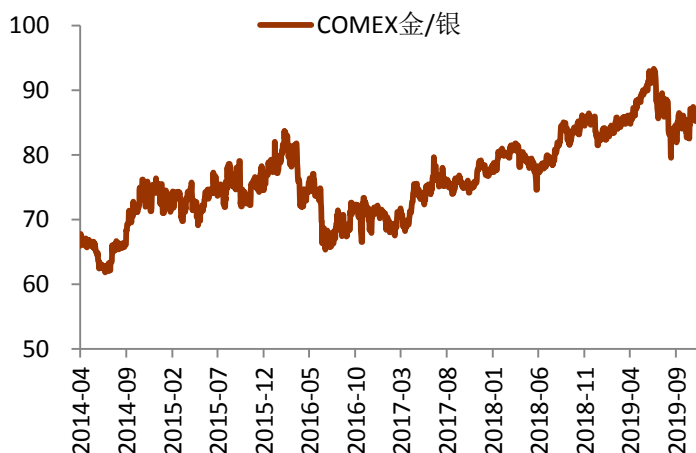
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

今年黄金价格的走势持续强于白银，COMEX 金银比价不断走高，并在 7 月份达到 93 的高点。从 7 月中旬开始，白银价格出现修复式上涨，金银比价呈现大幅波动，并在 9 月初下行至最低 75 一线。而后金银比价整体呈震荡向上之势，11 月运行至 82 一线。目前贵金属呈震荡偏弱的走势，弹性更大的白银或出现更大的跌幅，短期金银比或继续走高。

图表 11 COMEX 金银比价变化



图表 12 沪期金银比价变化

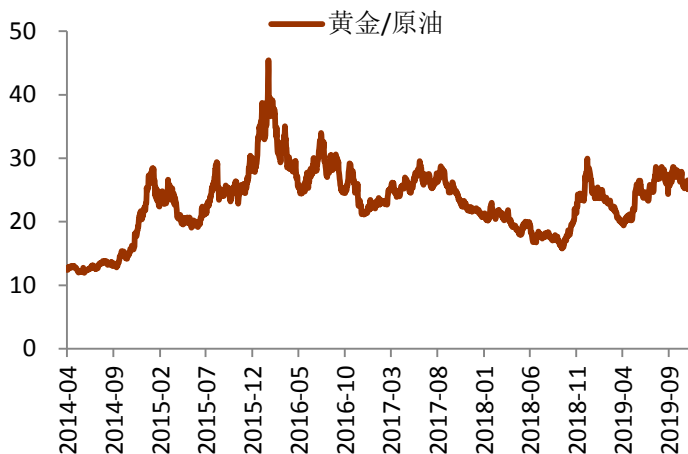


资料来源：Wind，铜冠金源期货

2、黄金原油比价变化

OPEC+延长减产预期持续升温给油价提供支撑，11月NYMEX原油期货价格呈震荡反弹之势。在11月最后一个交易日，EIA公布的数据显示：美国9月石油产量增至将近1250万桶/日创历史新高，美油当日大跌逾5%，但11月份仍然以将近2%的涨幅录得五个月最大单月涨幅。目前黄金原油的比价继续小幅走低至25一线，处于中值范围。目前市场在期待12月OPEC+产油国会议的结果。受益于科技进步推动页岩油增产，美国已经成为全球头号产油国，并在今年9月首次成为月度原油净出口国。考虑到全球经济下行压力仍存，原油需求恐仍将维持弱势，供需面整体趋宽松，即使OPEC+深化减产或也无法扭转原油价格的颓势，长期来看原油价格难言乐观。但考虑到美国页岩油成本位于当前价格附近，短期油价下行空间不会太大。预计原油价格将继续在50-60美元/桶之间震荡，黄金原油的比价波动不大。

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

敬请参阅最后一页免责声明

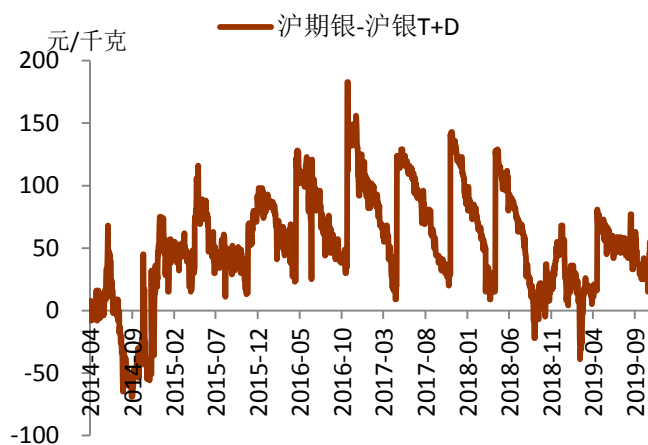
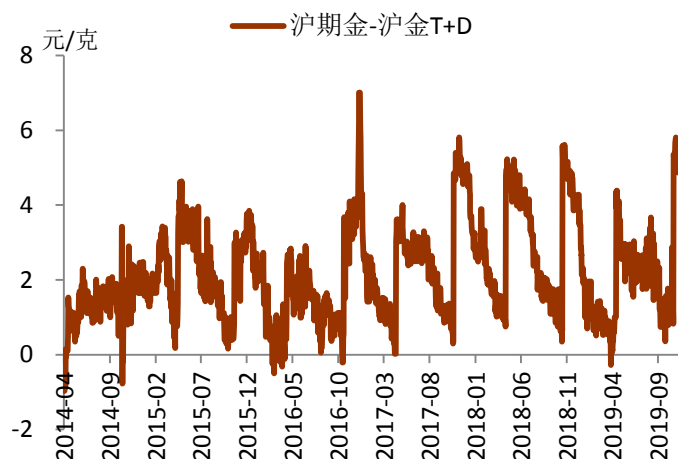
3、期现及跨期价差变化

在黄金、白银期货相继引入做市商机制后，上海期货交易所的黄金白银期货已打破以往仅有 06 合约和 12 合约两个主力合约交易的“羊群效应”，双月合约的活跃度明显提升，合约连续性得到很大改善，这有助于降低企业套保成本，增强黄金企业套期保值和交割的积极性，平滑不同黄金期货合约之间的价差，更好地实现价格发现功能。

目前沪黄金白银期货的主力都换月至 2002 合约，沪期银主力合约与白银 T+D 现货的价差在 45 元/千克，相较于以往换月后的价差有明显的收缩。而沪期金主力合约与黄金 T+D 现货的价差依然在 5 元/克的高位，这包含了人民币兑美元贬值预期的影响。随着国内黄金白银期货的主力转变为双月合约，国内金银的期现价差，以及与外盘之间的内外价差都会继续缩小。

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

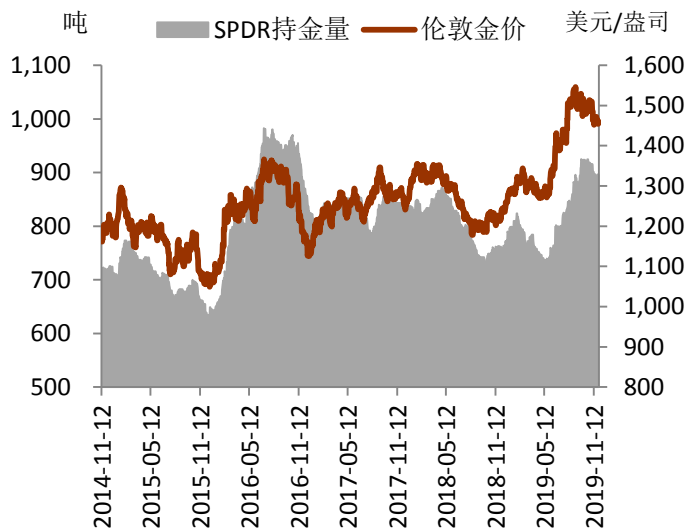
黄金白银 ETF 的持仓变化一直都滞后于金银价格的变化。金银价格在 9 月触及近十年的高点之后开始回调，全球黄金 ETF 总持仓量也在今年第三季度创下了历史新高之后，在第四季度有所下降。截至 11 月底，全球黄金 ETF 的持仓量为 2529 吨，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持有量 895.6 吨。全球白银 ETF 的持仓量为 2879444 吨，全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 11527540 吨。黄金白银的 ETF 持仓较去年同期都有明显的增加，特别是黄金 ETF 的增量，是今年影响黄金需求增加的重要因素。但受金银价格回落影响，11 月黄金白银 ETF 持仓都比上月出现减少。

图表 17 贵金属 ETF 持仓变化

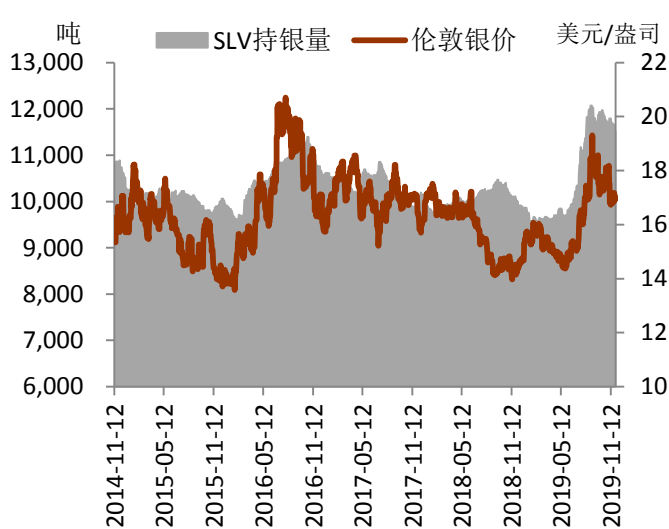
单位：吨	2018/12/11	2019/10/29	2019/11/29	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2152.63	2554.11	2528.57	-26	-1.00%	376	17.46%
SPDR 黄金持仓	761.74	918.48	895.60	-23	-2.49%	134	17.57%
ETF 白银总持仓	16584.04	19401.22	19095.60	-306	-1.58%	2512	15.14%
ishares 白银持仓	10037.68	11711.25	11523.26	-188	-1.61%	1486	14.80%

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



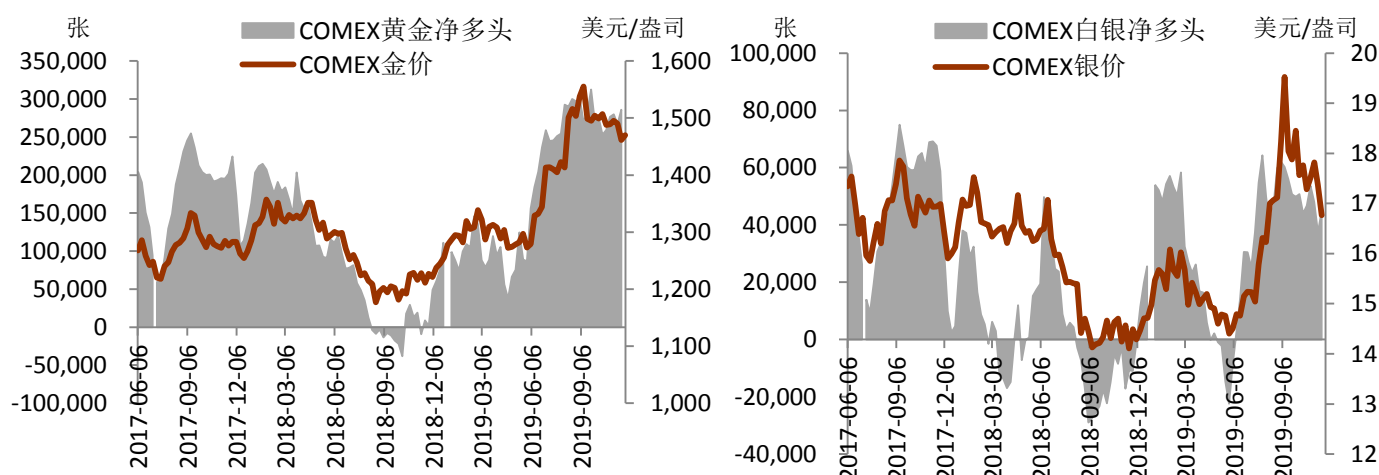
资料来源：Wind，铜冠金源期货

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。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。9 月金银价格回落，黄金白银的非商业性净多持仓都从 9 月初的高点下降。截至 11 月 19 日当周，COMEX 黄金期货的非商业性净多头持仓为 285859 张，COMEX 白银期货的非商业性净多头寸持仓为 44716 张，都较上月都明显下降，但较上周均有所增加。整体看来，目前 COMEX 黄金期货的非商业性持仓仍处于高位，可见资金对金价的走势更为乐观。

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

虽然今年金银价格大幅上涨，但黄金的库存并没有出现明显的变化。11 月黄金的库存有所增加，白银的库存维持高位略有减少。截至 11 月 29 日，COMEX 黄金期货的库存为 883 万盎司，环比增加 6.56%，较去年同比增加 10%；而 COMEX 白银期货的库存则为 3.13 亿盎司，与上月基本持平，但同比增加 6.18%。可见，贵金属价格与库存的相关性并不明显。库存的大幅增加并不会影响到贵金属价格的走势。

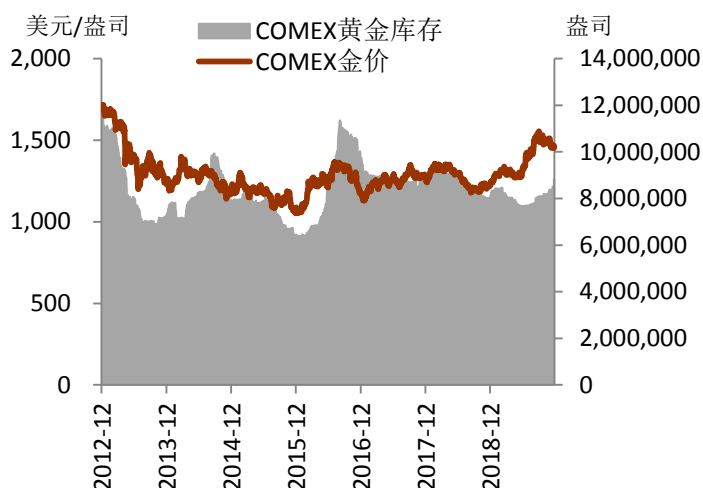
近几年，全球白银的显性库存都在显著增加。COMEX 白银库存已为 20 多年的高位。国内两大交易所—上海期货交易交易所和上海黄金交易所的白银库存也不断创新高，目前已超过 5000 吨。在 11 月底，上海黄金交易所的白银库存达到 3362 吨，较上个月略有减少，而上海期货交易交易所的白银库存在继续增加，达到 1705 吨。虽然白银主要用于工业用途，但长期积累的高高库存使得白银的商品属性定价失效，银价走势由金融属性决定。

图表 22 COMEX 贵金属库存变化

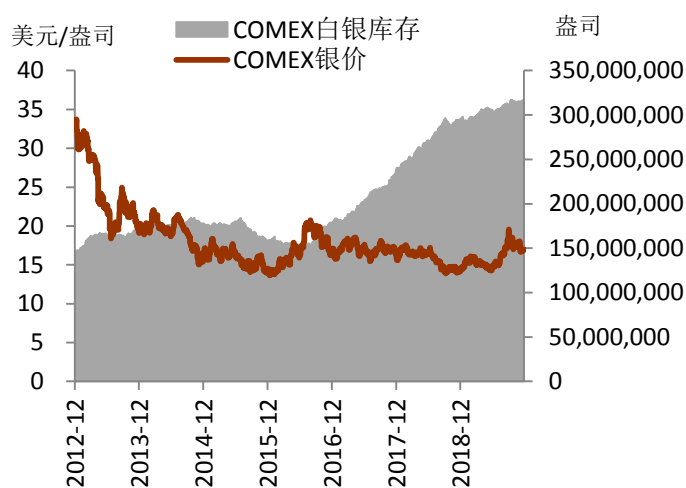
	2018/11/30	2019/10/29	2019/11/29	较上月 增减	变化率	较去年 增减	变化率
黄金(盎司)	8021310	8284499	8828027	543528	6.56%	806717	10.06%
白银(千盎司)	295167.8	315083.2	313407.9	-1675	-0.53%	18240	6.18%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 23 COMEX 黄金库存变化



图表 24 COMEX 白银库存变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 25 上海黄金交易所白银库存变化



图表 26 上海期货交易所白银库存变化



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略:

近期公布的一系列经济数据好转证明美国经济在企稳回升, 市场提高了对美国四季度经济增长的预期。从美联储近期的表态来看, 后期降息概率极低。而欧元区连续多月位于荣枯线之下的 PMI 指数出现反弹, 欧元区经济有触底企稳倾向。主要经济体的经济数据均出现一定程度的回暖, 市场风险偏好抬升, 美股不断创新高, 避险资产黄金走势承压。

但在当前复杂的宏观环境下, 全球经济的复苏不会一帆风顺。中美贸易的缓和使得目前投资者对贸易摩擦得到解决持谨慎乐观态度, 不排除再度出现反复波动的可能。届时市场的避险需求随时可能被重新点燃, 我们认为贵金属价格的下跌空间有限, 后期或再度上涨。

预计 12 月金价将呈震荡走势。COMEX 金价近一个月主要波动区间在 1450-1500 美元/盎司之间、COMEX 银价的主要波动区间在 16.5-17.5 美元/盎司之间。

投资策略建议：沪金银伺机逢低做多

风险因素：中美贸易关系再度恶化

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。