

2020年2月5日 星期三



市场情绪修复

金银将高位震荡

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

要点

- 短期来看，目前疫情引发的极度恐慌情绪逐步得到修正，主导贵金属价格的因素将由突发事件回到宏观面上来。近期公布一系列经济数据好转证明美国经济在企稳回升，市场的风险偏好抬升，近期贵金属价格高位回调，但下跌空间有限。预计2月贵金属价格将呈宽幅震荡走势。在中国疫情没有有效缓解之前，人民币兑美元汇率有持续贬值的压力。近期国内贵金属价格将持续强于外盘。
- 展望未来经济，在当前英欧经贸谈判即将进行、中美经贸前景仍具不确定性、中国疫情爆发的背景下，全球经济显著复苏的概率并不高。预计今年全球央行将继续保持流动性宽松，货币政策当局乐于见到通胀上行和实际利率下行，贵金属价格继续会继续走高是大概率事件。
- 预计COMEX金价近一个月主要波动区间在1530-1600美元/盎司之间、COMEX银价的主要波动区间在16.5-18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：美国经济再度恶化

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、美国 Q4 经济增速符合预期，美联储按兵不动	5
2、欧元区经济边际好转，英国脱欧流程结束	5
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

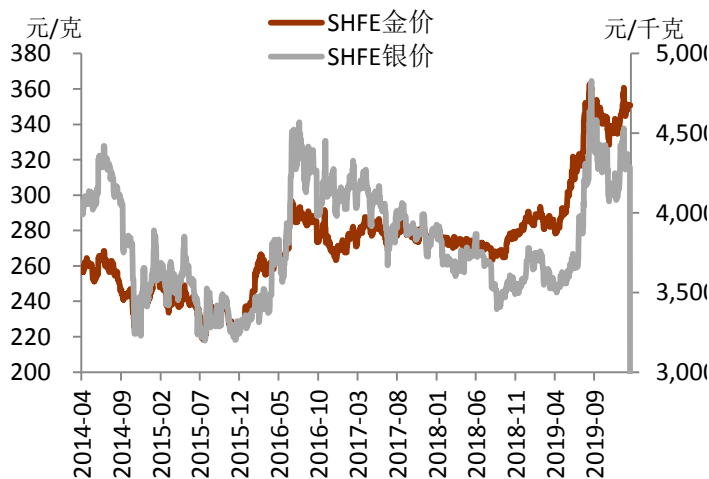
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势.....	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势.....	4
图表 3 金价与美元指数走势变化.....	4
图表 4 金价与美国实际利率走势变化.....	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化.....	6
图表 6 全球主要经济体经济意外指数.....	6
图表 7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化.....	7
图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化.....	7
图表 9 美国失业率变化.....	7
图表 10 金价与 VIX 指数变化.....	7
图表 10 美国 CPI 增速变化.....	7
图表 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.....	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

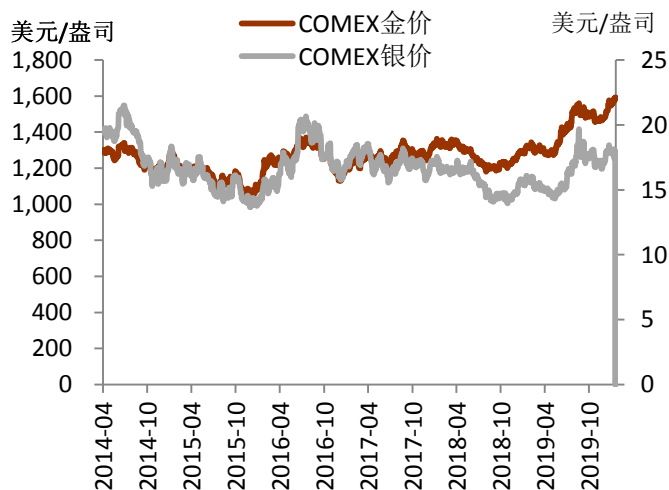
进入 2020 年 1 月，贵金属价格回调行情中恢复而再现强势，整体呈高位震荡走势。COMEX 黄金期货在 1 月 8 日盘中一度突破 1600 美元/盎司的关口而后回调，但春季期间，中国疫情引发全球金融市场的恐慌，海外风险资产出现明显回撤，金价成为少有的上涨资产。截至 2020 年 1 月 31 日，COMEX 期金主力合约报收于 1593.4 美元/盎司，月度涨幅为 4.83%；OMEX 期银主力合约报收于 18.03 美元/盎司，月度涨幅为 0.73%。因春节期国际有色金属普遍大幅下挫，拖累白银价格的走势明显弱于黄金。

在中国疫情爆发后，人民币兑美元汇率升值的趋势扭转，而出现明显的贬值，近期国内金银价格的走势强于外盘。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

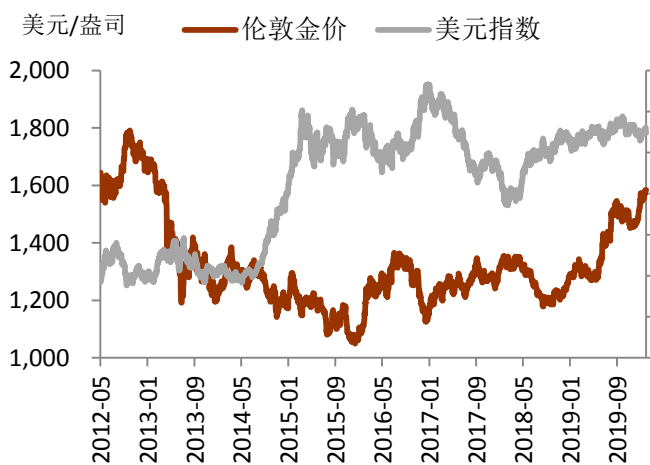


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势



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

在中美达成第一阶段的贸易协议后，市场对经济前景的悲剧预期有所好转，再加上主要经济体的数据均出现向好的迹象，短期市场风险偏好抬升，美股不断再创新高，美债收益率回升，美元指数维持高位，但贵金属的价格依然表现较强。而 1 月下旬中国疫情爆发又扭转了市场预期，市场风险偏好下降，再度对贵金属价格形成提振。

1、美国 Q4 经济增速符合预期，美联储按兵不动

美国 2019 年第四季度实际 GDP 年化季环比初值为 2.1%，与前值持平，符合预期。2019 年美国全年经济增速为 2.3%，为过去 3 年以来最低值，2018 年数值为 2.9%，表明美国经济正处于缓慢下行轨道。美国经济 Q4 继续扩张，主要归功于私人消费支出、联邦政府支出、州以及地方政府支出、住宅固定投资和净出口，这五项对 GDP 的环比增速分别贡献了 1.2%、0.23%、0.23%、0.21% 和 1.48%。非住宅固定投资和私人库存投资则对经济增长有所拖累，对经济增速的贡献率分别为-0.2%和-1.09%。美国个人消费支出放缓，贸易赤字大幅收窄。从分项上看，个人消费支出增速继续放缓，环比增速从前值的 3.2% 下降至 1.8%；净出口贡献率由上一季度的-0.14% 转正为 1.48%，主要得益于贸易赤字收窄，尤其是特朗普政府关税政策导致进口锐减，Q4 进口环比增速为-8.7%。2019 年美联储连续三次降息，对于利率较为敏感的住宅投资则有所提速，但非住宅投资环比连续三个季度负增长，表明贸易不确定性严重影响了商业信心，持续对商业投资施压。

美联储在 1 月的议息会议上如预期保持利率不变。本次 FOMC 会议较为平淡，但鲍威尔发言传达了较为强烈的宽松态度，强调了对当前通胀的不满，并表示 2% 的通胀目标不是上限，可以理解为在当前政策下，即使未来通胀超过 2%，也不会因此而加息。会议公布后，美联储在上半年降息概率略有抬高但并不显著。按照原计划，美联储仍将继续扩表至 2020 年二季度，如果肺炎疫情的冲击超预期，扩表的时间将可能会延长。

最新公布的数据显示：美国 1 月 Markit 制造业 PMI 终值为 51.9，再次高于枯荣线，且高于预期值 51.7；而 1 月 ISM 制造业 PMI 值为 50.9，同样好于预期和前值，并创 2019 年 7 月以来新高。这显示当前美国经济的外部环境整体向好。尽管有疫情的不确定性冲击，但预计影响有限。在美联储上半年延续扩表，下半年有望降息的背景下，美国经济在 2020 年可能仍将维持平稳。

2、欧元区经济边际好转，英国脱欧流程结束

2020 年 1 月 31 日晚，英国结束了长达三年的“脱欧”长跑和 47 年成员国身份，在法律上正式脱离欧盟。自从约翰逊在大选中获胜、并且保守党占据议会绝大多数席位后，英国脱欧已是非常确定的事情，因此，此次脱欧基本在市场的预期之内。按照计划，英国随

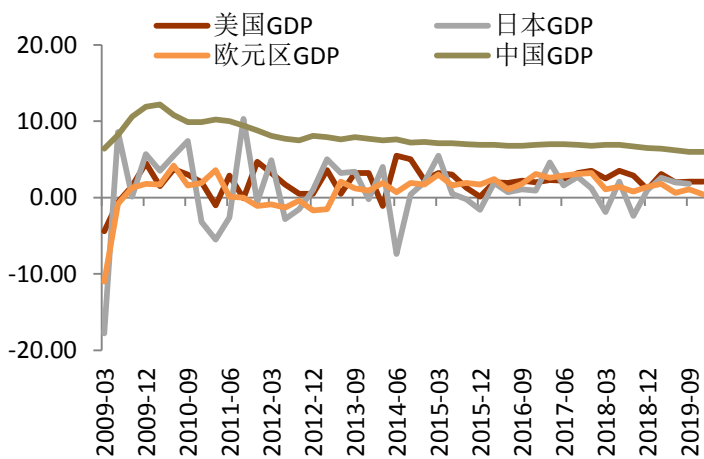
后将进入为期 11 个月的过渡期，至 2020 年 12 月 31 日结束。在过渡期内，英国将继续执行欧盟的规则，但不参与欧盟的决定，双方将就全面贸易协议展开谈判。英国和欧盟贸易协议的谈判，比脱欧程序谈判更加艰巨和复杂。此前欧盟与加拿大的贸易协议谈判前后耗时七年，英国想要在 11 个月的过渡期内敲定新贸易协议非常困难。预计英国和欧盟之后的贸易谈判存在一定艰巨性，这仍将一定程度上影响英国以及欧元区的经济。

最新数据显示，欧元区经济迎来边际好转。欧元区、德国、法国 1 月 Markit 制造业 PMI 初值分别为 47.8、45.2 和 51，均超出了前值和预期值，说明欧洲经济最坏的时候已经过去。而最新公布的欧元区的制造业 PIM 指终值均好于初值，也证实了经济企稳迹象。这与英国顺利脱欧、中美签订第一阶段经贸协定以及美伊矛盾显著降温均有关联。

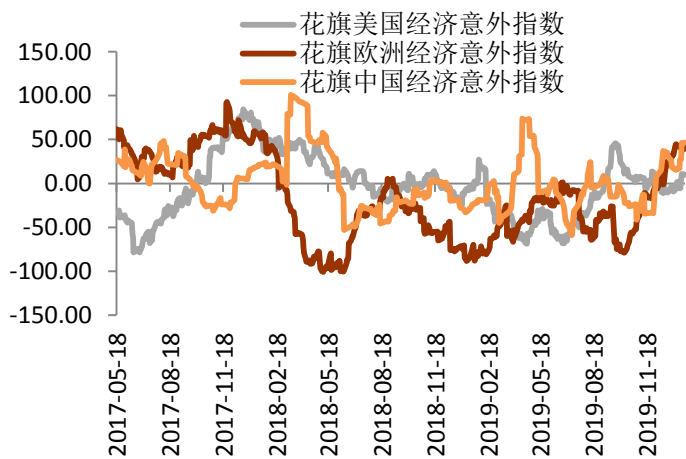
在英欧经贸谈判即将进行、中美经贸前景仍具不确定性、中东局势仍存升温可能的背景下，欧元区经济显著复苏的概率并不高。而美欧经贸谈判即将进行，法德两国经济的分化可能加剧，这会给美欧经贸谈判带来阻碍，还会影响欧元区财政规则修改等重大改革进程。考虑到默克尔即将在 2021 年离任，欧盟在 2020-2021 年可能迎来内部分化加剧的阶段，这将给欧元带来压制，也意味着美元指数在未来两年下行空间有限。

在 2020 年 1 月下旬，美国、欧洲、日本、英国都召开了议息会议，均宣布保持当前的利率水平不变，但都传达了较为明显的继续采取货币宽松政策的预期。预计全球央行将继续保持流动性宽松。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

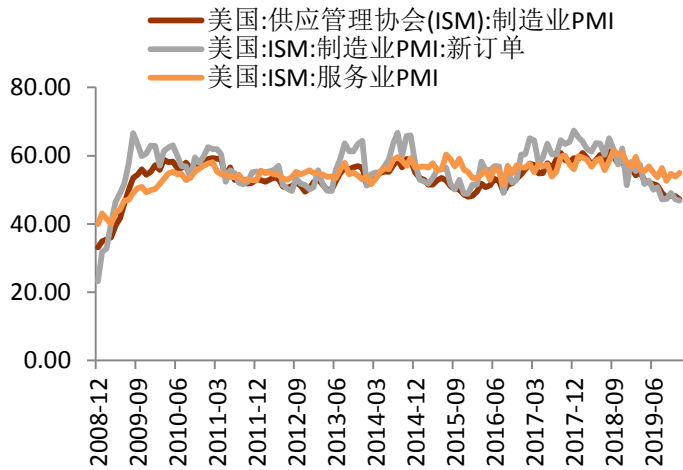


图表 6 全球主要经济体经济意外指数

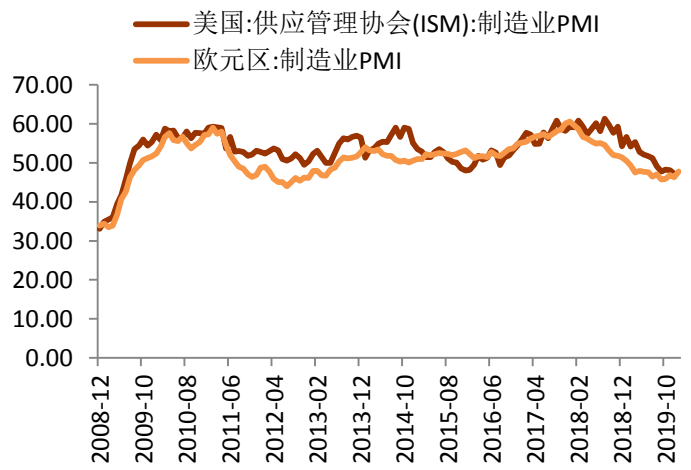


资料来源：Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化

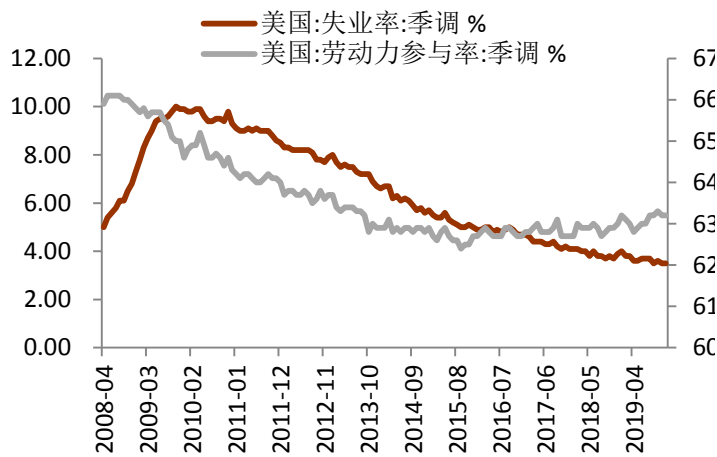


图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化

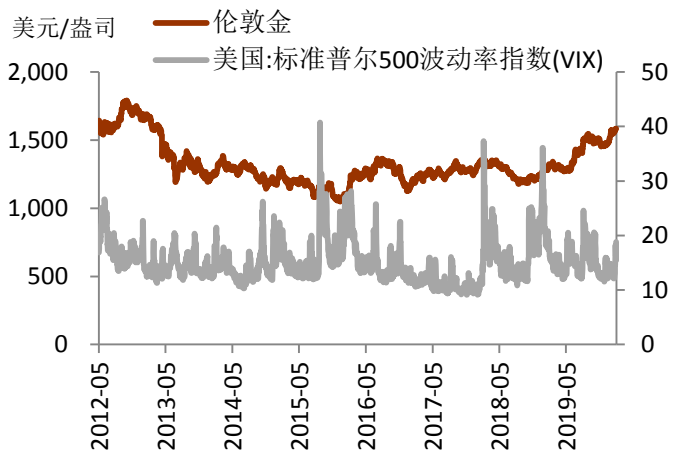


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 9 美国失业率变化



图表 10 金价与 VIX 指数变化

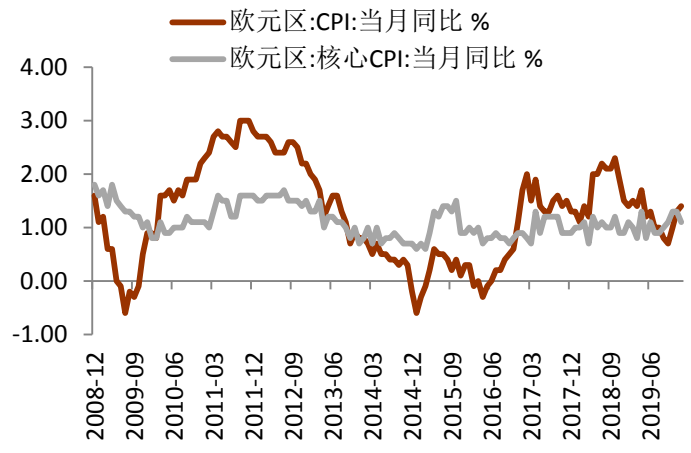


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 10 美国 CPI 增速变化



图表 11 欧元区 CPI 增速变化



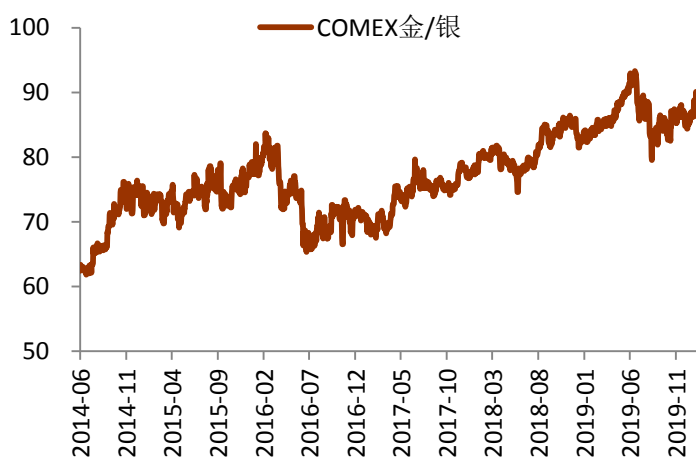
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

近几年黄金价格走势整体强于白银，金银比价一直呈震荡走高的趋势。虽然金银比价在去年第三季度达到 93 的高点后快速回落至 75 一线，但从去年 9 月开始又持续走高，目前有上涨至 90 附近。整体来看，在目前经济前景不明，及地缘政治等风险因素频发的背景下，黄金价格会持续强于白银，预计金银比价将继续走高。

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

2019 年，在 OPEC+ 延长减产和全球经济下行压力加大的影响下，NYMEX 原油期货的价格一直在 50-65 美油/桶之间震荡。2020 年 1 月，因中国肺炎疫情爆发影响全球经济前景，原油价格从 65 美元/桶快速下跌至 50 美元/桶一线。目前中国的疫情让经济前景再度转差，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，原油价格的中长期走势难言乐观。目前黄金原油的比价上涨到 30 附近，预计黄金原油的比价还会继续上涨。

图表 13 原油/黄金比价变化



图表 14 金价与油价走势对比

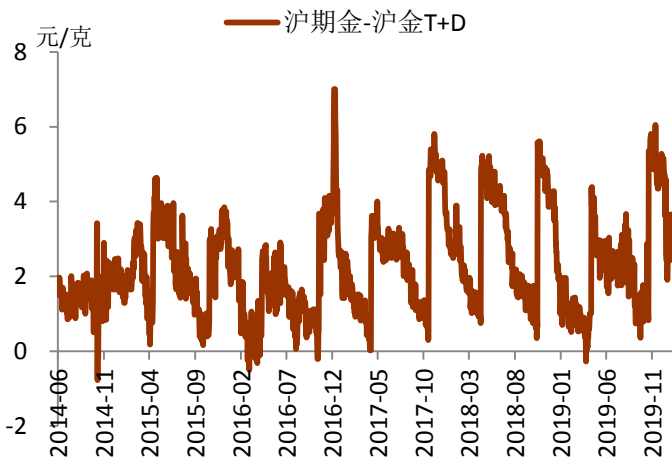


资料来源：Wind，铜冠金源期货

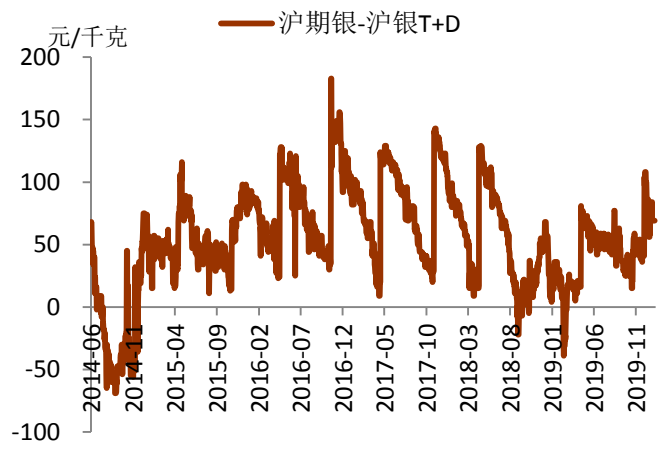
3、期现及跨期价差变化

国内黄金期现价差的变化,受国内黄金期货合约在 06 和 12 合约之间移仓换月的影响,而出以半年为周期的现规律性变化。此外,黄金的期现价差还受到人民币兑美元汇率的影响。目前沪期金主力 2006 合约和沪金 T+D 的价差在 3.65 的水平,高于历年的平均值。这与近期人民币对美元汇率快速贬值有关。而国内白银期货主力 2006 合约与沪银 T+D 之间的价差在 70 附近,也高于历年的平均值,接下来白银期限价大概率差会缩小。

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

全球黄金 ETF 总持仓量在去年第三季度创下了历史新高之后，在第四季度有所下降。进入 2020 年，黄金 ETF 的再度增仓。全球最大的黄金 ETF-SPDR 1 月增持黄金 39 吨，黄金持有量重新回到 900 吨上方。而白银 ETF 在 1 月的持仓变化不大，全球最大的白银 ETF-ishares 在 1 月底的白银持有量 11282 吨，比上月减少 34 吨。但黄金白银 ETF 的持仓量比去年同期都有两位数的增加。根据我们的长期跟踪，黄金白银 ETF 的持仓变化一直都滞后于金银价格的变化。在贵金属不断走高的趋势下，预计黄金白银 ETF 的持仓量还会继续增加。

图表 17 贵金属 ETF 持仓变化

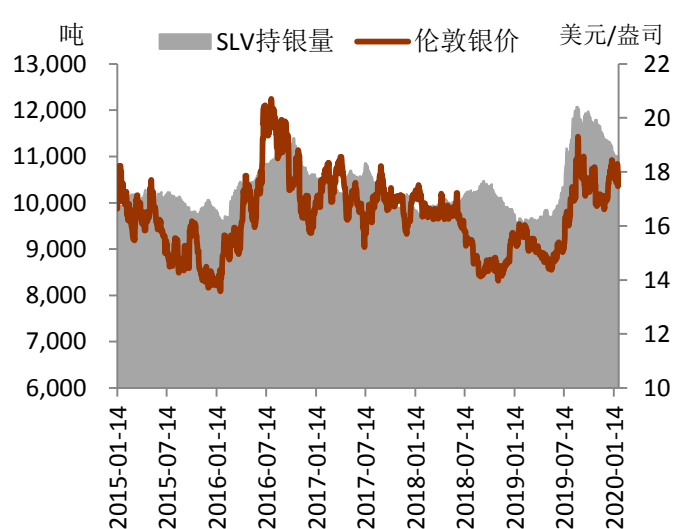
单位：吨	2019/2/12	2019/12/31	2020/1/31	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2260.87	2533.63	2572.42	39	1.53%	312	13.78%
SPDR 黄金持仓	823.87	893.25	903.21	10	1.12%	79	9.63%
ETF 白银总持仓	15978.79	18875.00	18897.73	23	0.12%	2919	18.27%
ishares 白银持仓	9600.37	11316.40	11282.68	-34	-0.30%	1682	17.52%

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

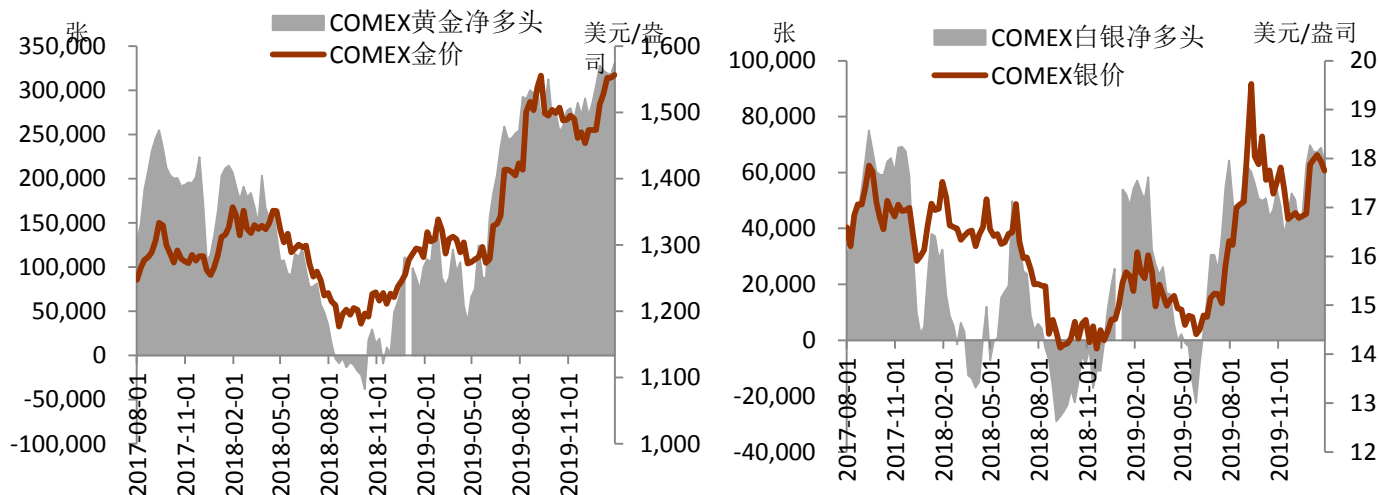
5、CFTC 持仓变化

根据 CFTC 的公布的数据，截至 1 月 28 日当周，COMEX 黄金期货总持仓下降约 12 万张至 107 万张左右，但非商业净多头和商业净多头均逆势上升，分别为 33 万张和 36 万张。黄金期货的非商业性净多头为近几年的新高。COMEX 白银期货的非商业性净多头寸持仓为 6.3 万张，虽然较上周有所下降，较上月都明显增加，也处于高位。投机资金的持仓

变化是助推行情的直接因素。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。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。但也显示黄金目前是拥挤的多头交易，这可能是短期的一个风险点。

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

我们在去年的报告中分析过，贵金属的金融属性更强，这使得从商品属性维度的库存变化对价格的影响不大。贵金属价格并不会受到库存变化的明显影响。1 月金银价格上涨，黄金白银的库存都略有增加。截至 1 月底，COMEX 黄金期货的库存为 871 万盎司，环比增加 0.64%，较去年同比增加 3.24%；而 COMEX 白银期货的库存则为 3.17 亿盎司，与上月增加 1.3%，同比增加 8.08%。

近几年，全球白银的显性库存都在显著增加。目前 COMEX 白银库存有 1 万吨为 20 多年的高位。国内两大交易所的白银库存也在去年快速增加，目前有 5652 吨。从 2019 年第四季度开始，虽然上海黄金交易所的白银库存不再增加，但取而代之的是上海期货交易交易所的库存的快速增加。国内的白银库存还在持续增加。商品属性相对较强的白银库存处于高位，这在一定程度上对白银的价格形成压制。

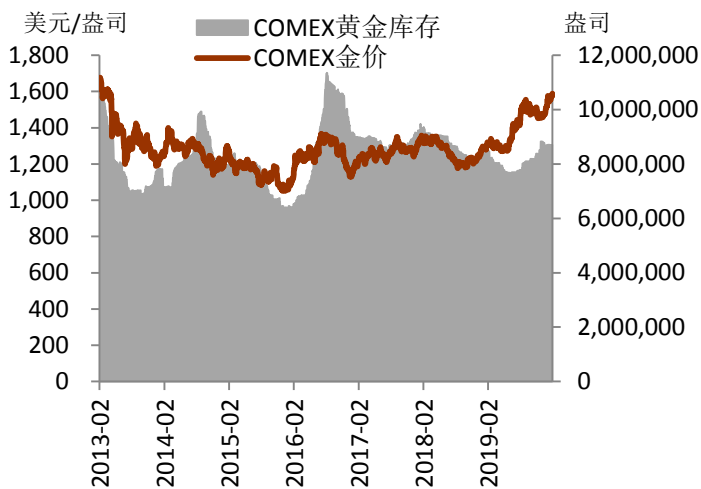
图表 22 COMEX 贵金属库存变化

	2019/2/1	2019/12/30	2020/1/31	较上月 增减	变化率	较去年 增减	变化率
黄金(盎司)	8439057	8656948	8712774	55826	0.64%	273717	3.24%
白银(千盎司)	297278.7	317177.7	321311.9	4134	1.30%	24033	8.08%

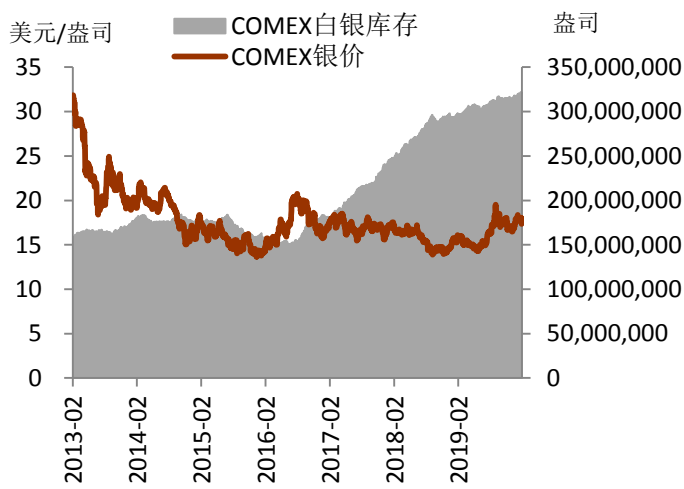
资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 23 COMEX 黄金库存变化

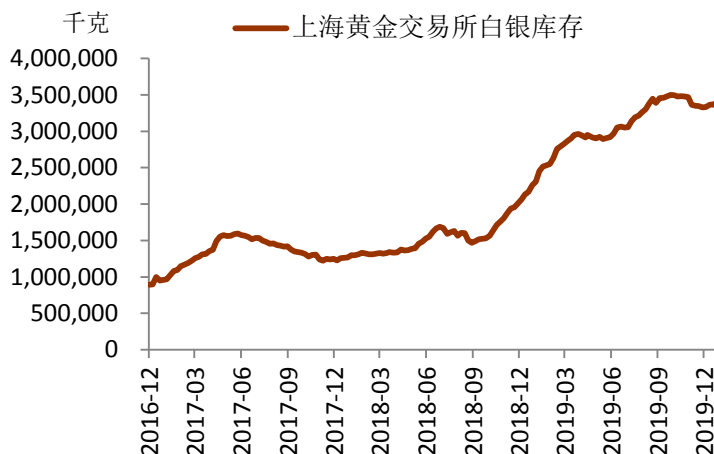


图表 24 COMEX 白银库存变化



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：

短期来看，目前疫情引发的极度恐慌情绪逐步得到修正，主导贵金属价格的因素将由突发事件回到宏观面上来。近期公布一系列经济数据好转证明美国经济在企稳回升，市场的风险偏好抬升，近期贵金属价格高位回调，但下跌空间有限。预计 2 月贵金属价格将呈宽幅震荡走势。在中国疫情没有有效缓解之前，人民币兑美元汇率有持续贬值的压力。近期国内贵金属价格将持续强于外盘。

展望未来经济，在当前英欧经贸谈判即将进行、中美经贸前景仍具不确定性、中国疫情爆发的背景下，全球经济显著复苏的概率并不高。预计今年全球央行将继续保持流动性宽松，货币政策当局乐于见到通胀上行和实际利率下行，贵金属价格继续会继续走高是大

概率事件。

预计 COMEX 金价近一个月主要波动区间在 1530-1600 美元/盎司之间、COMEX 银价的主要波动区间在 16.5-18 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：美国经济再度恶化

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

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 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。