



2019年2月15日 星期五

## 避险情绪减弱

### 金银或呈震荡偏弱走势

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

#### 要点

- 美国经济数据的好坏和美联储加息预期变化依然是影响近几个月贵金属价格波动的主要因素。受全球增长放缓和金融市场动荡的影响，美国经济现走弱迹象，美联储已暂缓加息，态度变得鸽派十足。但相对于欧元区经济的持续走弱，美国经济依然表现相对较好，因而美元保持强势，这在一定程度上抑制了贵金属价格的走势。短期看来，美联储的转鸽基本上已经充分兑现，若接下来美国经济数据好于预期，将会对美元边际走强提供支撑，贵金属走势或将面临着一定的压力。
- 目前来自于中美贸易问题和美国政府关门的担忧都有所缓和，这导致市场避险情绪相对降温，而美股的强势反弹也部分压制贵金属的需求。
- 预计近一月贵金属价格将呈震荡偏弱走势，短期内COMEX期金主力合约难以突破前期1330美元/盎司的阶段高点，下方支撑在1300美元/盎司。COMEX期银主力合约主要波动区间在15-16美元/盎司之间。
- 操作策略：以中性偏空操作
- 风险提示：中美贸易形势再起波澜、美元指数大幅下挫

## 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、美联储尽显鸽派 .....	5
2、欧元区经济持续放缓 .....	6
3、全球多个央行也采取宽松态势.....	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 .....	9
3、期现价差变化 .....	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
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

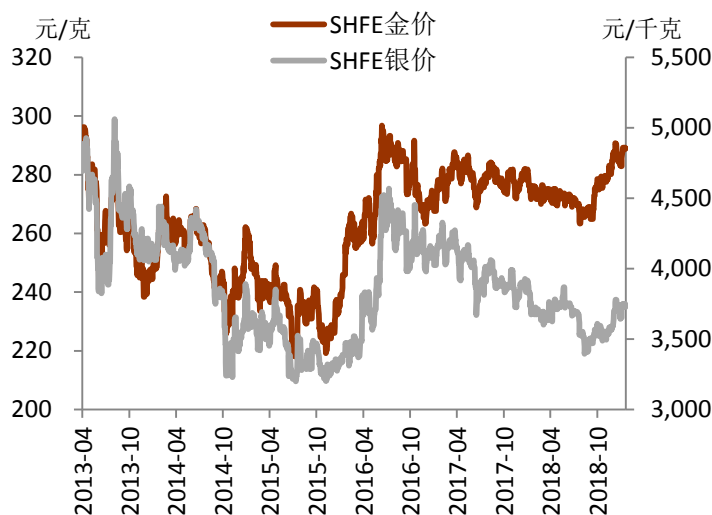
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势 .....	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势 .....	4
图表 3 金价与美元指数走势变化 .....	5
图表 4 金价与美国实际利率走势变化 .....	5
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化 (%) .....	7
图表 6 全球主要经济体经济意外指数 (%) .....	7
图表 7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化 (%) .....	7
图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化 (%) .....	7
图表 9 美国失业率变化 (%) .....	7
图表 10 金价与 VIX 指数变化 .....	7
图表 10 美国 CPI 增速变化 (%) .....	8
图表 11 欧元区 CPI 增速变化 (%) .....	8
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 .....	11
图表 24 Comex 白银库存变化趋势图 .....	11

## 一、贵金属行情回顾

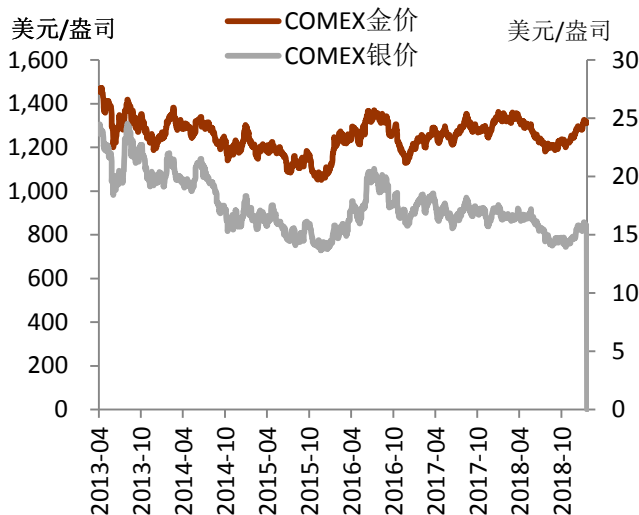
2019年1月国际贵金属价格呈先抑后扬走势，整体延续之前的上涨趋势，金银价格均创此轮上涨的新高。主要是由于美元指数的回调及避险需求的推动。COMEX期金主力合约1月上涨3.19%，报收于1325.7美元/盎司，而COMEX期银主力合约1月上涨3.25%，报收于16.06美元/盎司。国内金银价格走势因1月人民币大幅升值而明显弱于外盘，其中金价走势更弱。

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。2018年底，美国实际利率的下降伴随着金价的上涨。但进入2月，美元走强对金价的压制作用明显减弱，显示了市场的避险情绪的上升。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

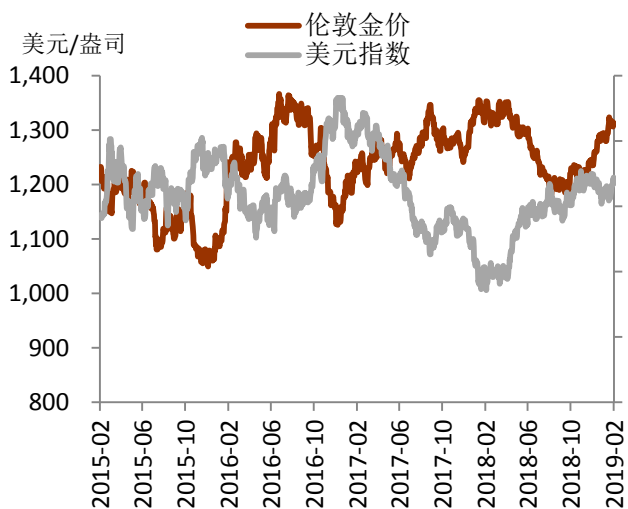


图表2 近5年COMEX金银价格走势



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。虽然目前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，因而美元保持强势，这在一定程度上抑制了贵金属价格的走势。

### 1、美联储尽显鸽派

近期公布的美国经济数据好坏兼半。美国 1 月制造业 PMI56.6%，好于前值和预期，短期内表现良好。美国 1 月份失业率维持在 4%的水平，从此前的最低点 3.7%已经出现了明显的上升，部分原因是来源于美国政府关门的影响，但非农就业数据依旧亮眼，1 月份非农就业人口为 30.4 万，大幅超于预期，显示就业市场依然强劲。美国 1 月谘商会消费者信心指数 120.2，不及前值和预期，延续了此前下滑的趋势，消费者信心的下滑显示了长期对经济的景气程度预期不足。新建住房销售仍低于上年同期。最新公布的美国 1 月 CPI 同比增长 1.6%，增速创 19 个月新低；但核心 CPI 同比增长 2.2%。

美联储 1 月议息会议按兵不动，删除“进一步加息”措辞、表态将灵活调整缩表节奏，明确对加息保持耐心。整体看来，美联储的态度已经变得鸽派十足，一再表示其货币政策将很大程度上依赖于经济的数据表现。这一方面可能是源于特朗普政府的压力，希望能够以低利率配合积极财政政策，另一方面是想延续美国经济的成长态势。目前市场已接受了美联储在短期内不会再采取行动的潜在事实，无论是基于近期的数据，还是受到了政治事件（包括联邦政府关门、中美贸易摩擦）的干扰。短期看来，美联储的转鸽基本上已经充

分兑现，若接下来美国经济数据好于预期，将对美元边际走强提供支撑，金价走势或面临着一定的压力。

中长期来看，虽然美联储暂缓加息，但美国经济增速仍会在今年放缓，并有可能在 2020 年陷入衰退，不排除明年经济形势下降后美联储重启宽松的可能性。

## 2、欧元区经济持续放缓

欧洲近期公布的数据依旧疲弱，表明欧元区经济仍未企稳。欧元区四季度 GDP 修正值为 0.2%，持平初值，增速连续创四年新低。分国家看，意大利连续两个季度负增长，陷入技术性衰退；德国四季度 GDP 0%，勉强摆脱了经济衰退。消费者信心指数和制造业 PMI 持续下滑。欧元区 1 月消费者信心指数终值-7.9，连续 3 个月下滑。1 月制造业 PMI 终值 50.5，连续 6 个月下降。欧元区 1 月调和 CPI 环比回落 1.1%，同比增长 1.4%，较上年同期高 0.1 个百分点；核心调和 CPI 环比回落 1.5%，同比增长 1.1%，较上年同期高 0.1 个百分点，核心通胀略高于预期。

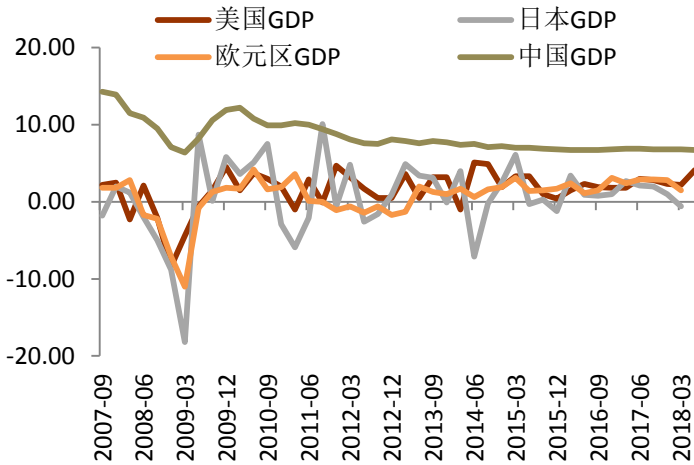
鉴于欧元区私人消费疲软，工业生产下滑，加上外需不振，市场普遍认为今年欧元区经济增速将进一步放缓。虽然欧洲央行已在 2018 年底退出 QE，但从目前的情况来看，欧洲央行在今年夏天首次加息无望。欧元区长期不加息，美欧利差扩大，使得资本持续从欧洲流向美国，这也会对欧洲资本市场、实体经济产生负面影响。后期关注 2019 年下半年欧美的贸易谈判能否回暖，这对于欧元区的经济有所刺激。

## 3、全球多个央行也采取宽松态势

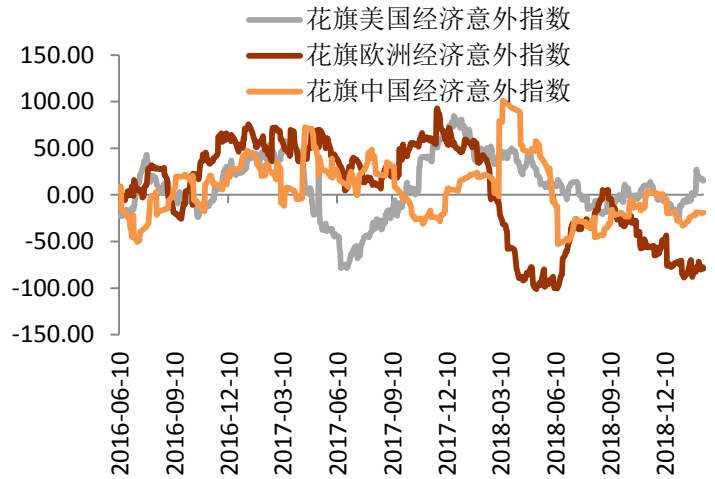
在全球贸易局势趋紧、地缘政治风险等不确定性因素的影响下，全球经济增长面临的下行风险逐渐累积，对 2019 年全球经济增速产生一定影响。

在美联储大放鸽派的背景下，全球多个央行也采取宽松态势：1 月 23 日日本央行下调核心 CPI 预期和当前财年 GDP 增速预期；1 月 28 日欧洲央行修改措辞认为欧洲经济偏下行，并暗示如果情况变糟将不排除新一轮 QE 政策，且 1 月欧元区 CPI 同比仅为 1.4%，不及预期及前值的 1.6%，环比更是下降了 1.1%，可见欧元区通胀目标较难达成；2 月 7 日印度央行意外降息 25bp，同日英国央行下调今明两年经济增长预期，英国 2018 年 12 月 GDP 环比 -0.4%，全年 GDP 增长 1.4%；2 月 8 日澳洲联储下调 2 季度经济增长预期，并暗示未来降息概率增大。当前全球紧缩可能已经到了一个拐点，全球经济增长放缓预期将使得宽松政策持续下去。且因避险的需求资金多涌入美债和日债，使得长端收益率下跌，而日本 10 年期国债收益率更是为负，反映了国际资金拥抱避险的需求。

图表5 主要经济体 GDP 增速变化 (%)

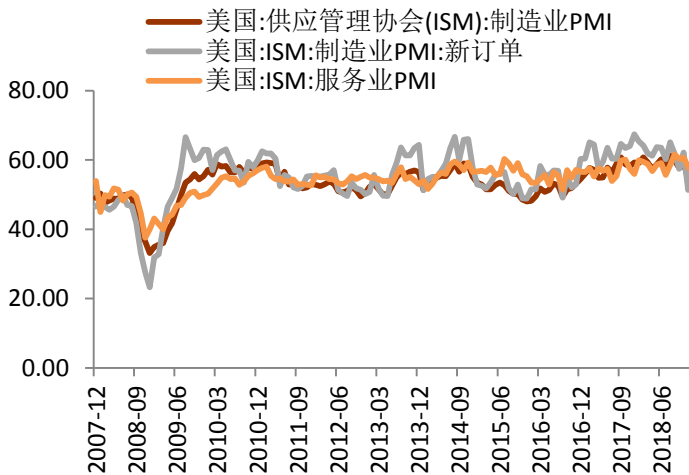


图表6 全球主要经济体经济意外指数 (%)

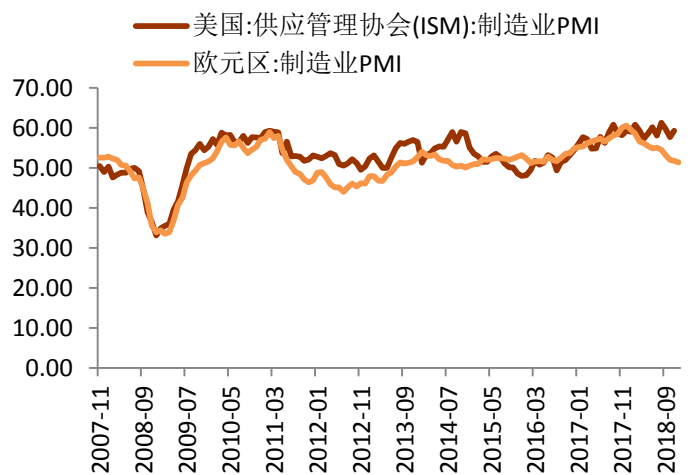


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化 (%)

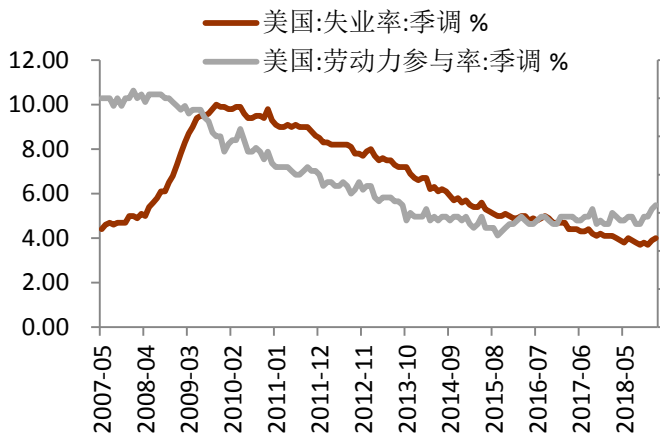


图表8 欧美制造业 PMI 增速变化 (%)



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表9 美国失业率变化 (%)



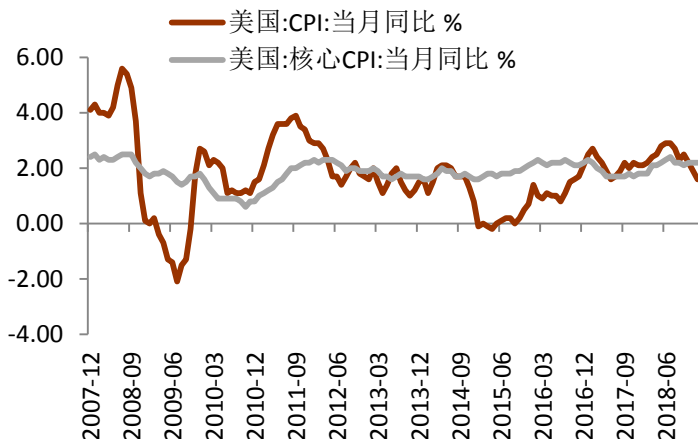
图表10 金价与 VIX 指数变化



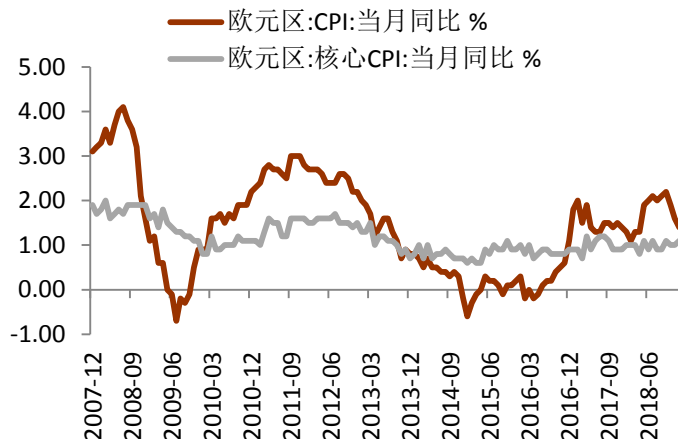
资料来源: Wind, 铜冠金源期货



图表 10 美国 CPI 增速变化 (%)



图表 11 欧元区 CPI 增速变化 (%)



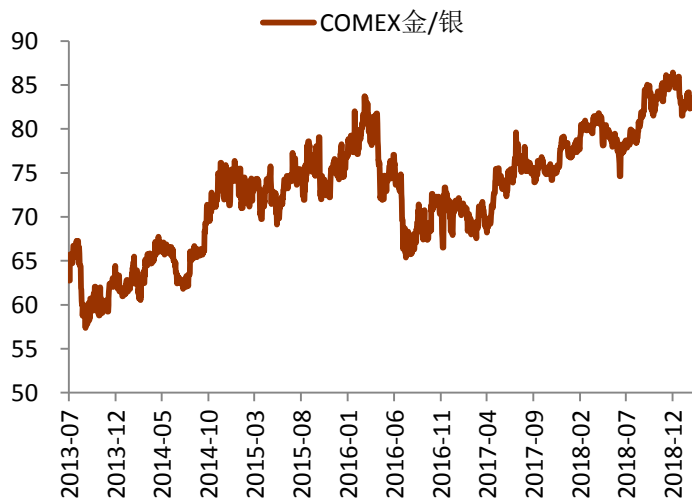
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

### 三、市场结构及资金流向分析

#### 1、金银比价变化

近期贵金属价格高位震荡略现回调, 因金价走势相对抗跌, 而使得金银比价有所上升, COMEX 金银比价已回升至 84 附近, 虽然低于 2018 年 11 月的 86 的历史高点, 但仍处于高位。沪金银比价目前处于 78 附近, 因 1 月人民币的大幅升值而沪金走势弱于外盘。

图表 11 COMEX 金银比价变化



图表 12 沪期金银比价变化



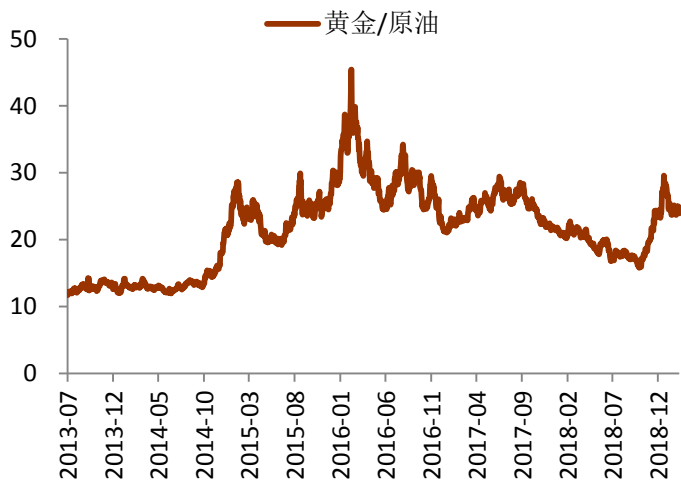
资料来源: Wind, 铜冠金源期货



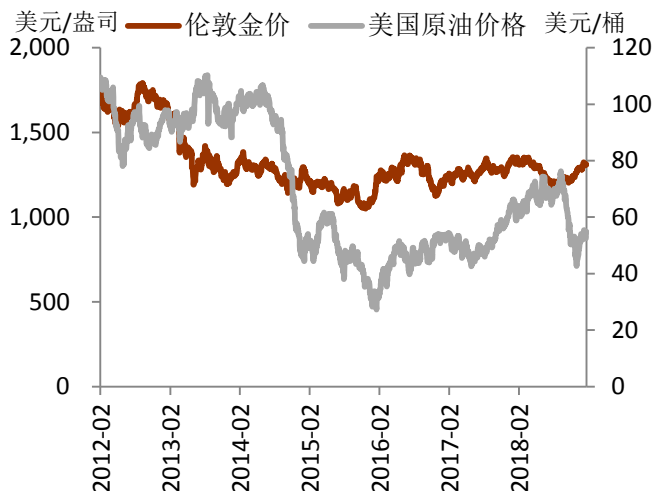
## 2、黄金原油比价变化

而金价在 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扬，而通胀带动金价上涨的逻辑在弱化。目前黄金/原油的比价位于 24 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

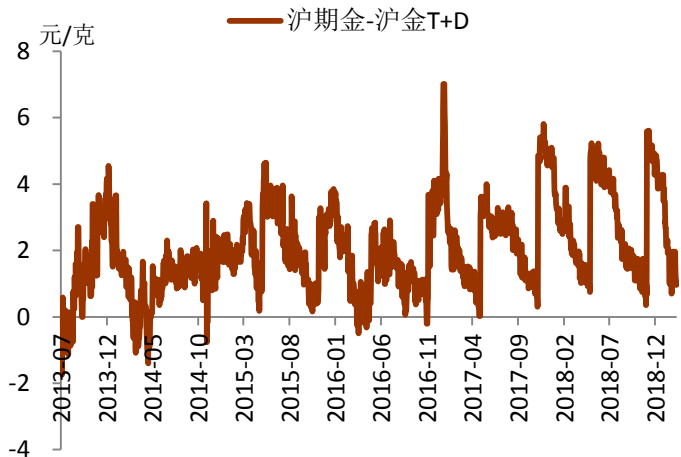


资料来源：Wind，铜冠金源期货

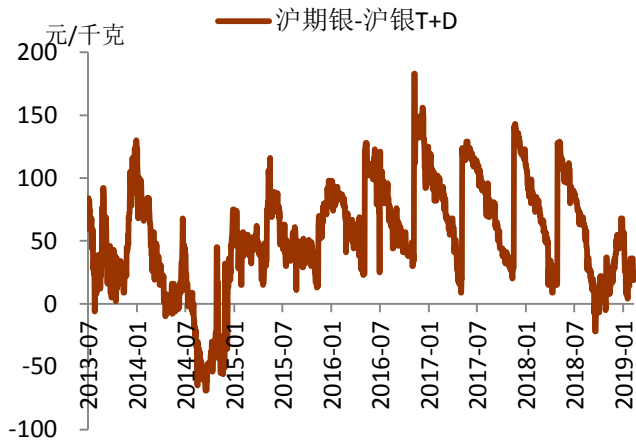
## 3、期现价差变化

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。而白银的期现价差目前有收窄的趋势，在 2018 年 9 月甚至出现了期现倒挂。因 2018 年商业银行获准进入市场而挤压了贸易商的利润。

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

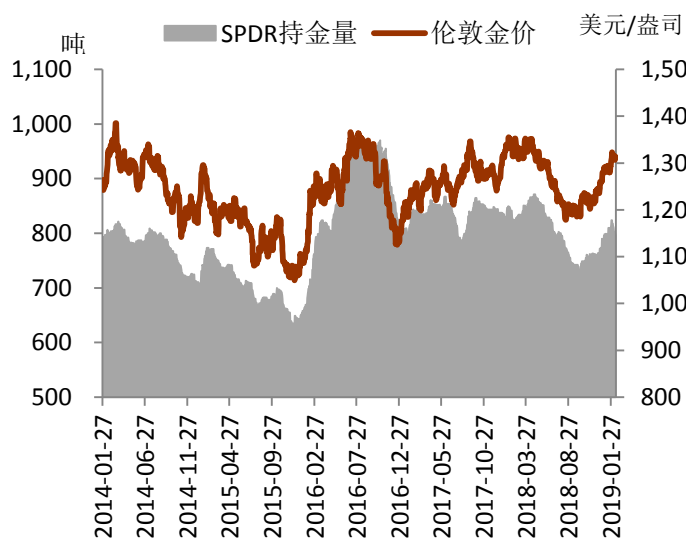
黄金和白银 ETF 的持仓出现分化。从 2018 年第四季度金价从低位反弹开始，黄金 ETF 的持仓随着金价的上涨而增加。最新数据显示，黄金 ETF 2019 年 1 月增持 72 吨黄金，超过了 2018 年全年 68.9 吨的增持量。而白银价格的反弹并没有导致白银 ETF 增持，反而在持续减仓。

图表 17 贵金属 ETF 持仓变化

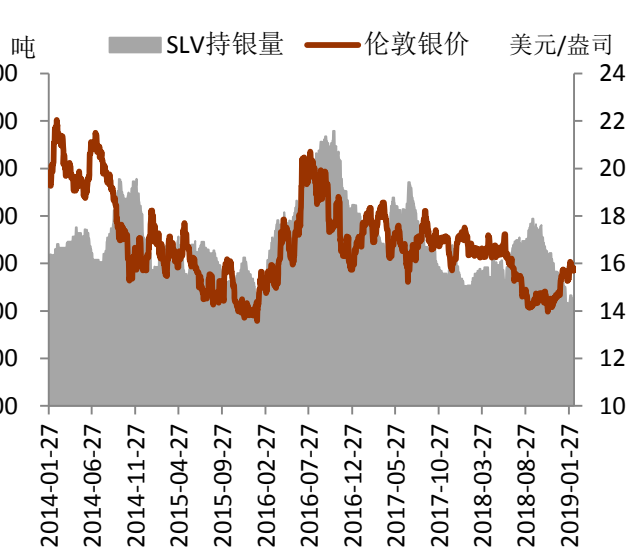
单位：吨	2018/2/23	2019/1/11	2019/2/13	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2152.47	2234.77	2261.69	27	1.20%	109	5.07%
SPDR 黄金持仓	823.66	797.71	796.85	-1	-0.11%	-27	-3.25%
ETF 白银总持仓	16198.97	15924.24	15708.20	-216	-1.36%	-491	-3.03%
ishare 白银持仓	9763.28	9755.07	9575.95	-179	-1.84%	-187	-1.92%

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

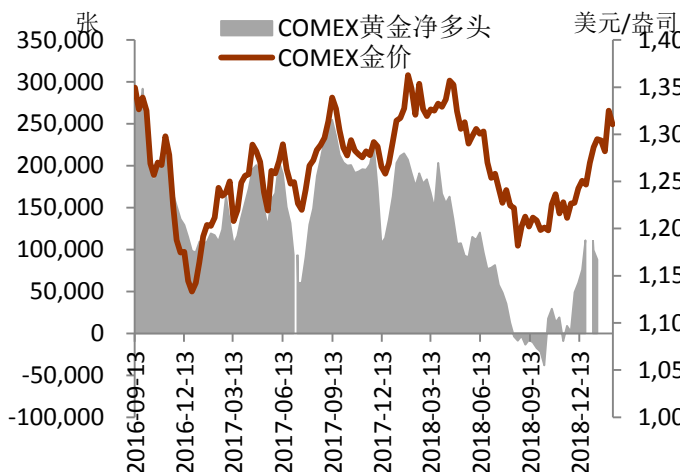


资料来源：Wind，铜冠金源期货

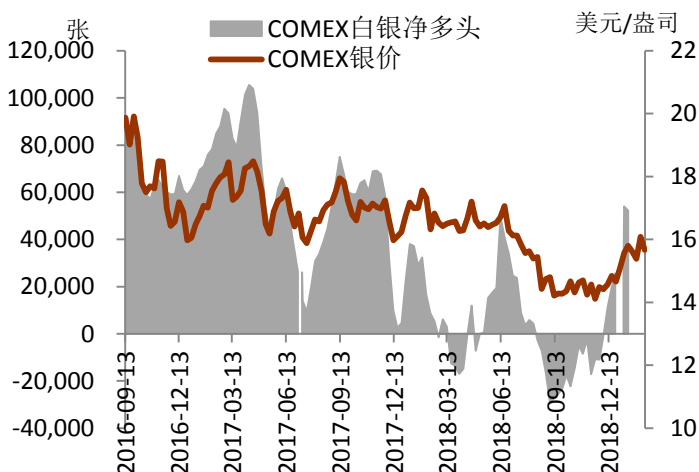
#### 5、CFTC 持仓变化

因美国政府关门，CFTC 未及时更新持仓报告。根据 CFTC 报告公布的截至 2019 年 1 月 25 日的数据，COMEX 黄金非商业净多头寸为 87913 张，近几周呈减少的趋势，而 COMEX 白银非商业净多头寸 52175 张，在持续增加。

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

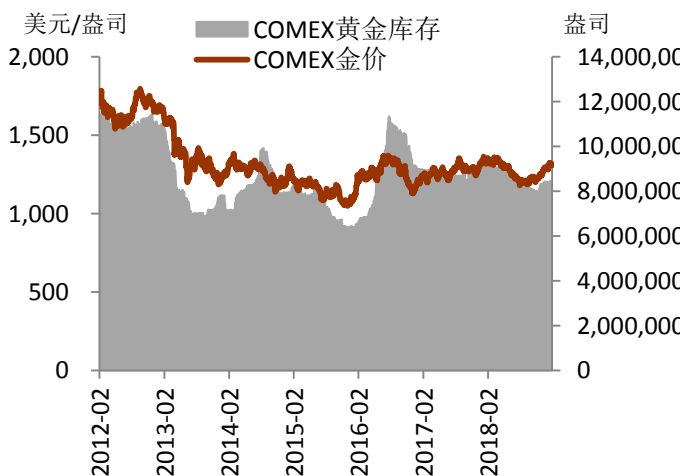
库存方面, COMEX 黄金的库存出现小幅下降, 而白银的库存持续增加, 这在一定程度上体现了白银的工业需求的走弱, 也金银比价保持高位互相验证。截止 2019 年 2 月 13 日, 黄金的库存为 8221513 盎司, 较前一月前 2.43%, 较一年前减少 9.74%; 白银库存近期持稳在 30 亿盎司下方, 但较一月前增加 1.31%, 较一年前大幅增加 17.50%。

图表 22 COMEX 贵金属库存变化

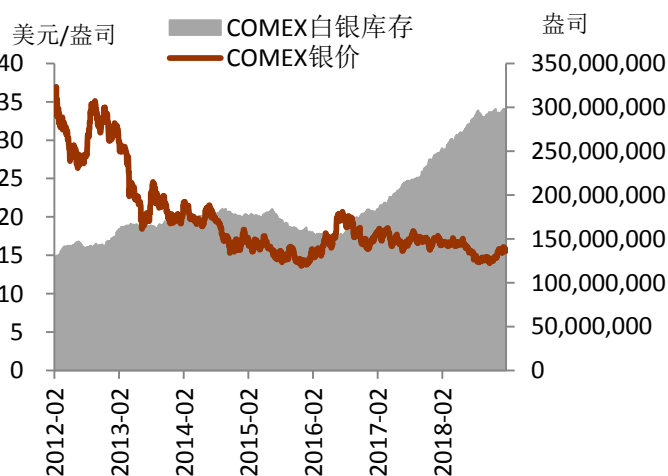
	2018/2/14	2019/1/11	2019/2/13	较上月 增减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	9108277	8426155	8221513	-204642	-2.43%	-886764	-9.74%
白银(千盎司)	252730.7	293110.5	296956.03	3846	1.31%	44225	17.50%

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

中国央行公布的最新数据显示，中国黄金储备从 12 月末的 5956 万盎司增加至 1 月末的 5994 万盎司（约 1927 吨），增持 38 万盎司。中国央行已连续第二个月增持黄金。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，美国经济数据的好坏和美联储加息预期变化依然是影响近几个月贵金属价格波动的主要因素。受全球增长放缓和金融市场动荡的影响，美国经济现走弱迹象，美联储已暂缓加息，态度变得鸽派十足。但相对于欧元区经济的持续走弱，美国经济依然表现相对较好，因而美元保持强势，这在一定程度上抑制了贵金属价格的走势。短期看来，美联储的转鸽基本上已经充分兑现，若接下来美国经济数据好于预期，将会对美元边际走强提供支撑，贵金属走势或面临着一定的压力。

目前来自于中美贸易问题和美国政府关门的担忧都有所缓和，这导致市场避险情绪相对降温，而美股的强势反弹也部分压制贵金属的需求。

预计近一月贵金属价格将呈震荡偏弱走势，短期内国际金价难以突破前期 1330 美元/盎司的阶段高点，下方支撑在 1300 美元/盎司。国际银价主要波动区间在 15-16 美元/盎司之间。

操作策略：以逢高沽空为主

风险提示：中美贸易形势再起波澜、美元指数大幅下挫

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，未经铜冠金源期货研发中心授权许可，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，铜冠金源期货研发中心力求准确可靠，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。