



2019年4月10日 星期三

## 美元高位震荡

### 金银上涨空间有限

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

#### 要点

- 目前全球经济正在放缓，全球央行重回宽松的货币政策将利多黄金。虽然美国经济正在走弱，但相对于欧元区经济的明显颓势，美国经济依然表现较好，美元保持高位震荡，这将抑制了贵金属价格的走势。而通胀未见抬头，贵金属价格的支撑有限，预计后市贵金属将在维持震荡偏弱走势。若无重利多大刺激，COMEX期金前期1350美元/盎司或为年内高点。
- 技术面看上，COMEX金价的近期主要波动区间在1280-1320美元/盎司之间、COMEX银价的主要波动区间在15-15.5美元/盎司之间。
- 投资策略建议：沪金银以区间震荡操作
- 风险因素：市场风险偏好骤升

## 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、 非农回升难阻美国经济走弱 .....	5
2、 欧元区经济持续下滑 .....	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、 期现价差变化 .....	8
4、 金银 ETF 持仓分析 .....	9
5、 CFTC 持仓变化 .....	10
6、 贵金属库存变化 .....	10
7、 钯金价格高位回落 .....	11
四、行情展望及操作策略: .....	12

## 图表目录

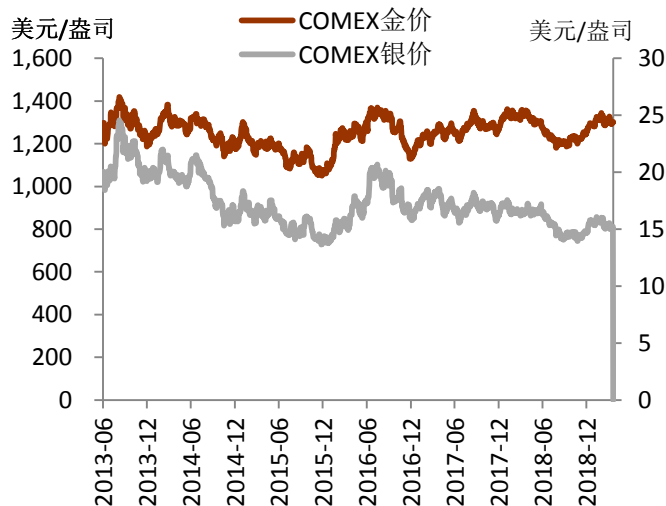
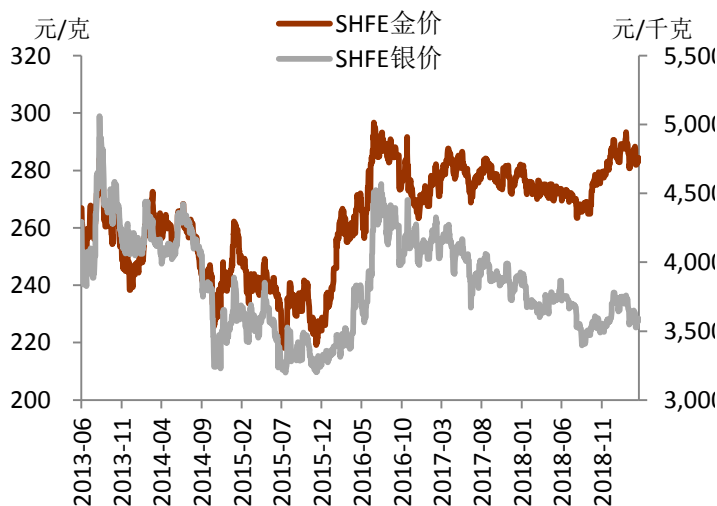
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势 .....	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势 .....	4
图表 3 金价与美元指数走势变化 .....	4
图表 4 金价与美国实际利率走势变化 .....	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化 .....	6
图表 6 全球主要经济体经济意外指数 .....	6
图表 7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化 .....	6
图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化 .....	6
图表 9 美国失业率变化 .....	7
图表 10 金价与 VIX 指数变化 .....	7
图表 10 美国 CPI 增速变化 .....	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 .....	10
图表 21 CFTC 白银净多头持仓变化 .....	10
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3月贵金属价格呈N字形走势。受美国2018年第四季度GDP增速超预期的影响，3月初美元指数强劲上攻至年内高点，国际金价高位回落至1280美元/盎司。随后公布的美国经济数据整体走弱，及2月的非农就业数据不及预期，市场对美联储提前停止加息的预期加强，美元指数高位回落，金价震荡上行。但随着市场风险偏好的提升，美元走弱对金价的提振有限。美联储在3月份的议息会议表态鸽派超预期，美元指数大幅下挫提振金价反弹至1325美元/盎司后承压回调，而后受钯金的持续暴跌的拖累，金价再度下跌至1290美元下方。整体看来，3月美元指数对贵金属价格的影响有所减弱，而美国实际利率波动对金价的影响加强。进入4月，国际金价呈震荡偏强走势，重返1300美元上方。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

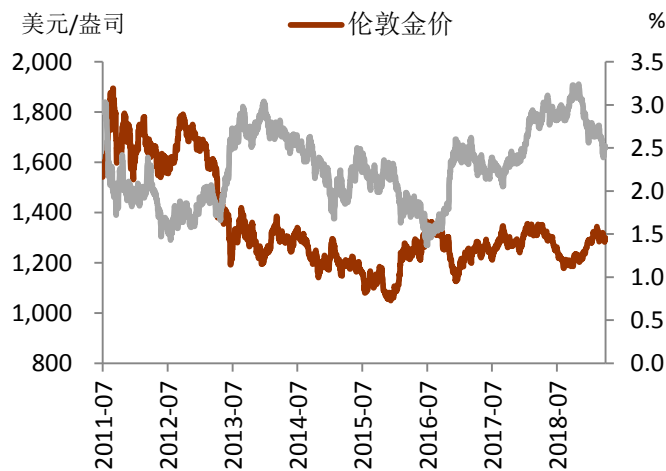
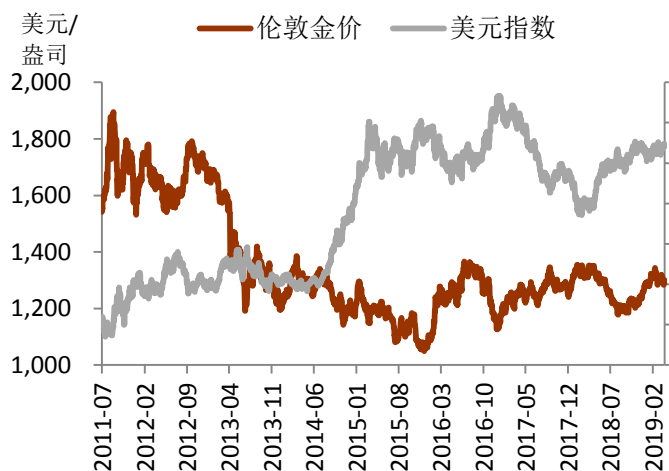
图表2 近5年COMEX金银价格走势



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。随着市场风险偏好的好转，3月美元指数走弱对金价的提振减弱。美联储3月议息会议上的超预期鸽派表态利空落地之后，美元指数开始反弹。欧元区更加疲软的经济数据也为美元提供支撑，美元保持高位震荡，这抑制了贵金属价格的走势。

### 1、非农回升难阻美国经济走弱

近期美国公布的经济数据的喜忧参半。美国2018年第四季度实际GDP年化季率终值为2.2%，低于前值2.6%和预期2.4%；第四季度实际个人消费支出季率终值为2.5%，也低于预期和前值。美国2月CPI同比增长1.5%，创两年半最小涨幅，环比四个月首增。美国2月PPI同比上涨1.9%，创2017年6月以来最低；环比上涨0.1%，扭转了连续两月的下滑趋势。可见美国通胀仍处于低位，美联储货币宽松的预期得到强化。而最新公布的3月ISM制造业PMI回升至55.3，显示出美国经济较强的韧性，但仍处于震荡回落通道，3月非制造业指数略有回落至56.1。经济数据显示美国经济仍在扩张，但速度有所放慢。

美联储在3月的会议上如预期按兵不动，并宣布年内暂停加息并于9月停止缩表，鸽派表态超预期，市场对美国经济的担忧虽有所降温，但并未完全消散。美联储主席鲍威尔称将保持耐心和观望，预计今年美国经济稳健，并下调今明两年的GDP增速和PCE通胀预期。点阵图显示预期美联储年内不加息、明年加息一次。美国3个月国债收益率与10年期国债收益率为期五天的倒挂就曾在短期加深了市场的担忧，虽然目前两者已经不再倒挂，美国经济前景依然面临隐忧。

在就业数据2月意外停滞，2019年3月新增非农就业人数重回正轨，升至19.6万，高于预期的17.7万人。失业率为3.8%继续保持历史低位，薪资同比及环比增速略微放缓但保持平稳增长，这将在一定程度带来消费和通胀疲软。虽然目前美国经济仍在扩张，但考虑到税改对经济的拉动力减弱，耐用品消费下滑，以及对关税与贸易摩擦的担忧仍然存在等因素，未来美国经济增速将逐渐放缓，预计联储将提前结束加息和缩表。

### 2、欧元区经济持续下滑

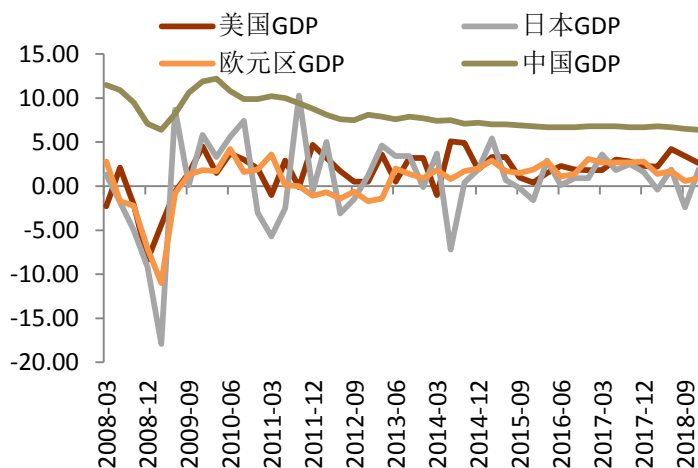
受全球贸易摩擦的影响，欧洲经济出现明显放缓。欧元区3月制造业PMI终值较初值有所下调至47.5，进一步确认了该地区制造业陷入困局。其中，新订单指数出现了自2012年底以来的单月最大跌幅，信心指数也创下六年多新低。分国别看，3月德国制造业PMI终值从初步估值的44.7点下修至44.1，创下2012年7月以来的新低，新订单和出口的加速下滑令德国制造业的衰退变得更加根深蒂固；当月意大利制造业PMI下降至47.4，创近

六年以来的新低；法国的 PMI 终值也较初值有所下修。3 月的 PMI 数据显示，欧元区制造业正处于自 2012 年欧元区债务危机时期以来的最严重衰退。从前瞻性指标来看，下行风险加剧。受外部环境恶化和内部货币政策空间的约束，第二季度欧元区经济下行的趋势可能会进一步恶化。从目前的经济状况来看，欧洲央行持续的宽松政策是必要的。

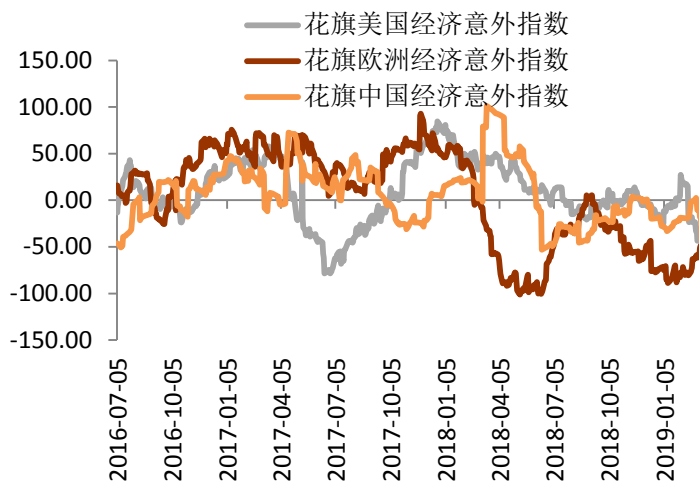
英国议会仍未对如何脱欧达成意见统一，英国脱欧的最后期限一再推迟。英议会最新批准了首相梅推迟脱欧至 6 月 30 日的计划。而欧盟不相信 6 月底前英国国内会解决脱欧路径的分歧，建议延迟脱欧最多一年。目前看来，英国无协议脱欧的风险不大。

IMF 在最新一期《世界经济展望》中表示，因受全球贸易紧张、金融环境收紧、政策不确定性上升等多重因素影响，全球经济增长从 2018 年下半年开始减速。IMF 下调 2019 年全球经济增速预期至 3.3%，为金融危机来新低；2019 年中国经济增速预期由 6.2% 上调至 6.3%，美国今年的增长率由 2.5% 下调至 2.3%，欧元区今年的经济增速由 1.6% 下调至 1.3%。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

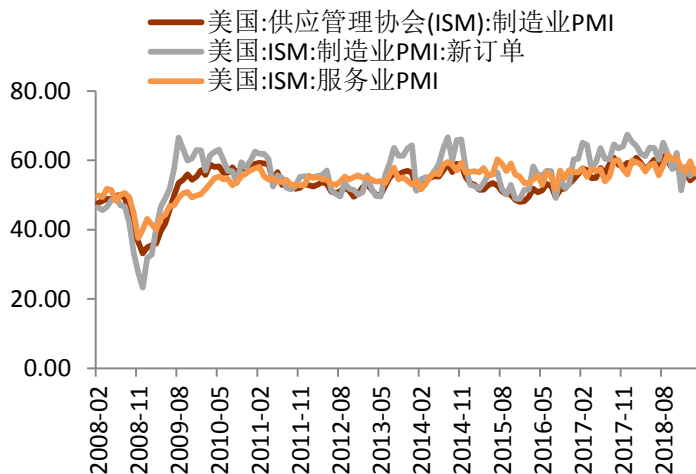


图表 6 全球主要经济体经济意外指数

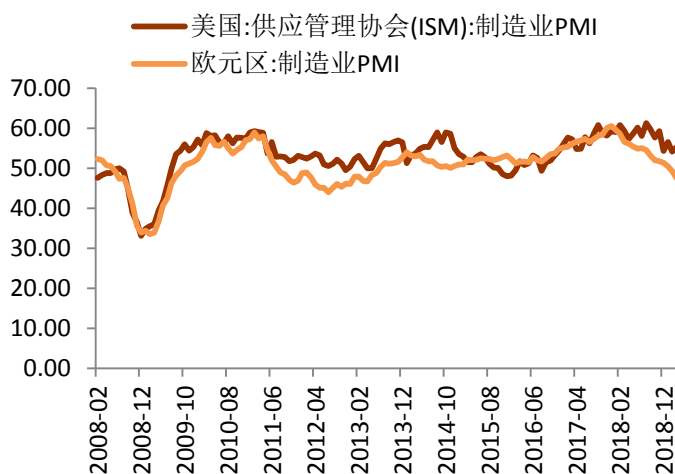


资料来源：Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化

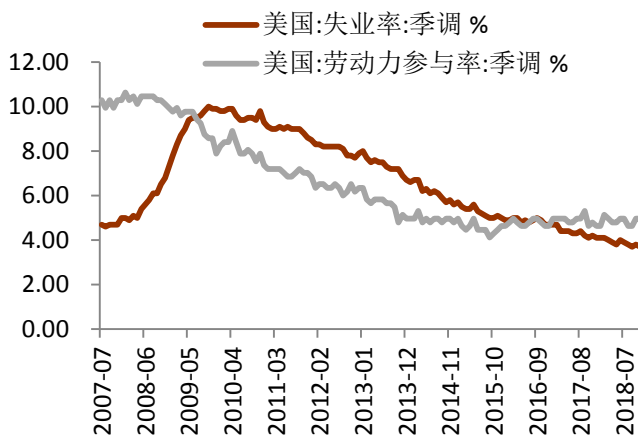


图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化

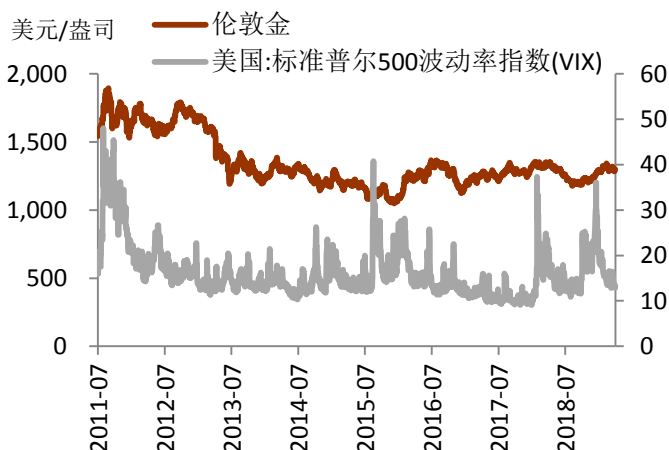


资料来源：Wind, 铜冠金源期货

图表9 美国失业率变化

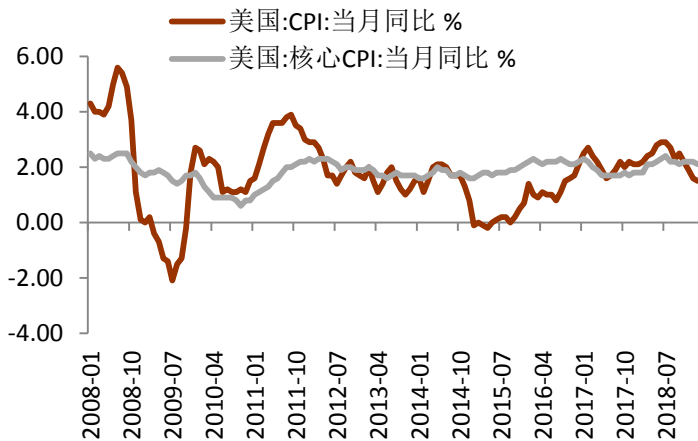


图表10 金价与VIX指数变化

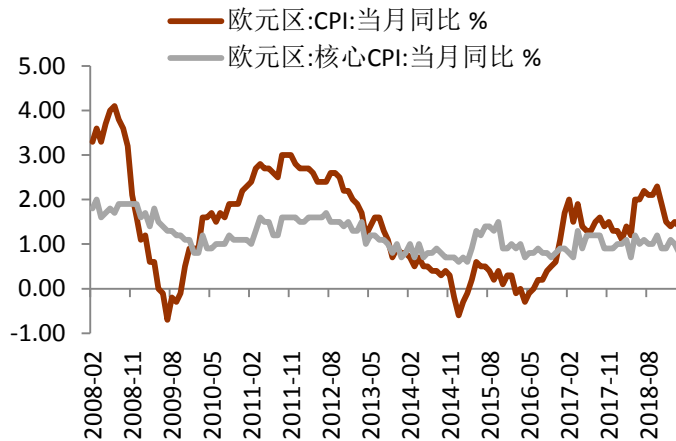


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表10 美国CPI增速变化



图表11 欧元区CPI增速变化



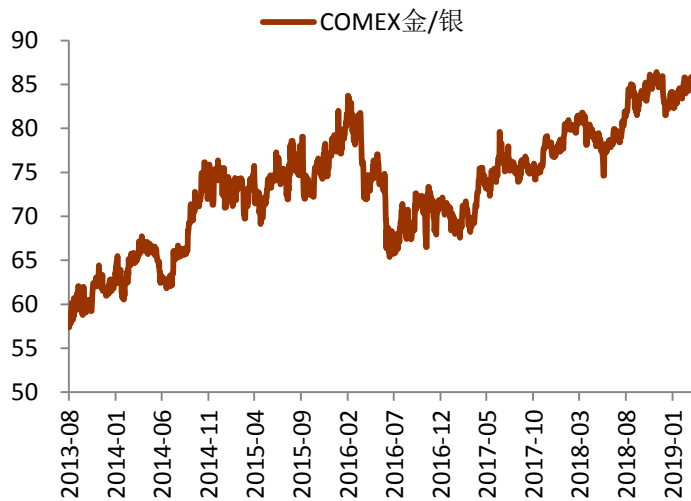
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

### 三、市场结构及资金流向分析

#### 1、金银比价变化

今年年初以来白银价格的走势持续弱于黄金，3月COMEX金银比价震荡上行，并在3月28日达到86.4的高位，超过2018年11月86的阶段高点，再创1993年以来的新高。沪金银比价也在3月底上涨至80上方。白银价格的弱势一方面由于需求不振导致库存高企，另一方面，商品属性更强的白银也受到了基本金属价格走弱的拖累。

图表 11 COMEX 金银比价变化



图表 12 沪期金银比价变化

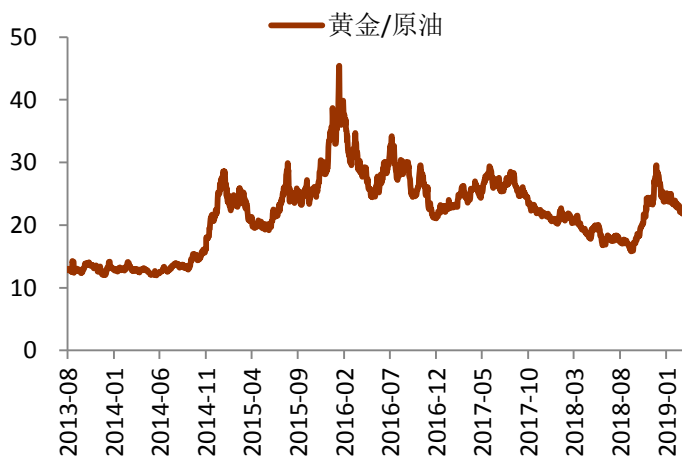


资料来源：Wind，铜冠金源期货

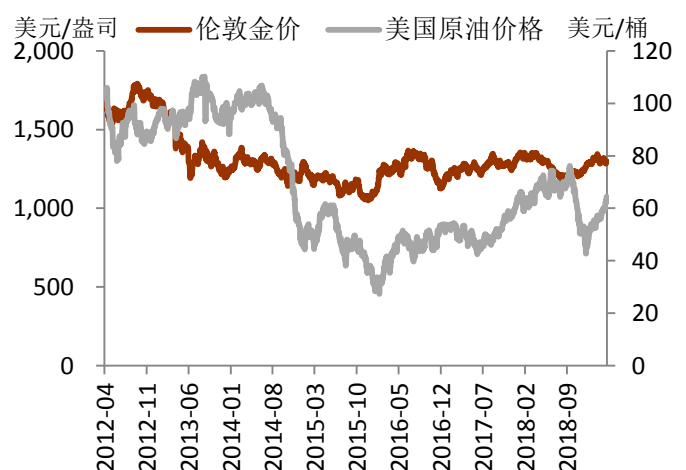
## 2、黄金原油比价变化

进入 2019 年，原油价格的波动率明显减弱。在预期需求走弱，以及 OPEC+联合减产的影响下，原油价格的缓慢上移，NYMEX 原油期货价格终于在 4 月初突破 60 美元/桶。而在美元保持高位及通胀预期弱化的影响下，金价的重心下移，黄金/原油的比价已回调下降至 20 附近。

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

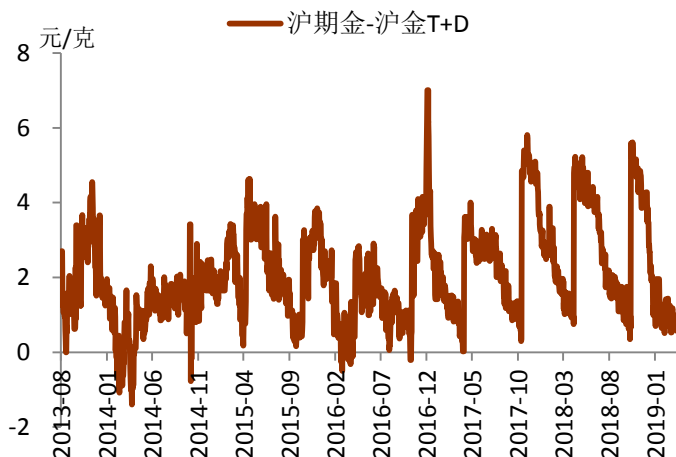
## 3、期现价差变化

从期现价差来看，3 月白银的期现价格出现了持续两周的期现倒挂情形。这是因为白银期货的价格为含税价，降税直接影响到白银期货的价格。自 2019 年 3 月 5 日政府工作报告

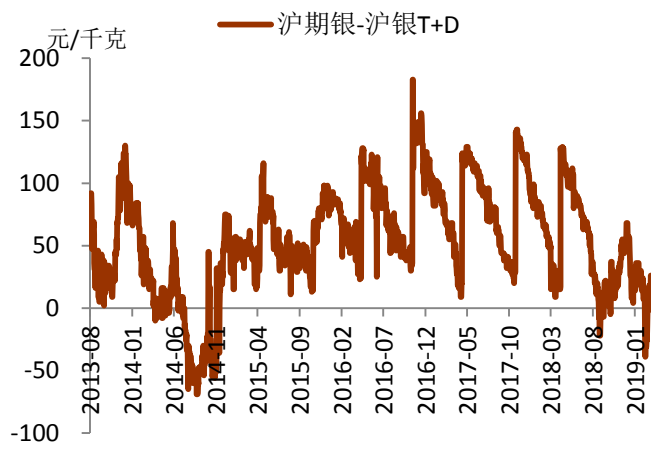


明确宣布我国的增值税税率中的 16% 的税率将降为 13%，沪银 1906 月合约价格当天即大幅下挫，而后沪期 1906 合约与沪银 A+D 的价格一直保持倒挂，直至 3 月 15 日政府正式宣布 4 月 1 日开始降税之后，期现倒挂的情形才开始修复。

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

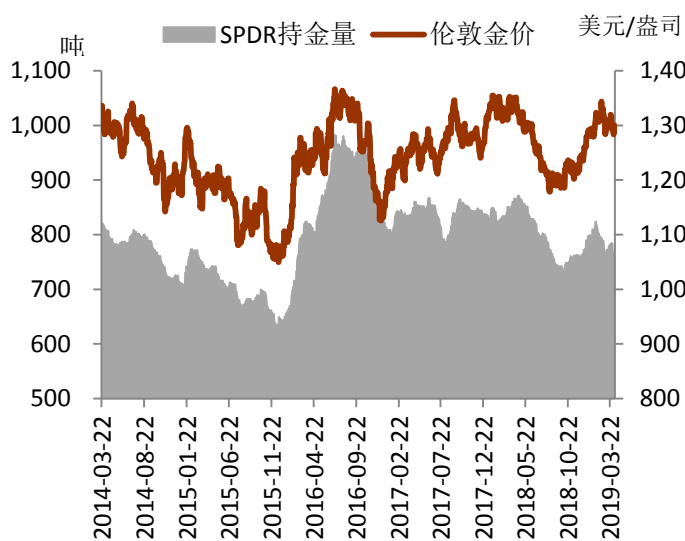
全球最大的黄金 ETF-SPDR 在 3 月 1 日大幅减持近 12 吨黄金至 772 吨。而后随着金价的持续小幅反弹，黄金 ETF 的持仓也在小幅增加，3 月底 SPDR 的黄金持有量为 784 吨，与 2 月底持平。3 月底金价大幅回调之后，SPDR 在 4 月初又开始减仓。而全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 3 月保持 9600 吨上下，变化不大。可以看到，黄金 ETF 的持仓跟随金价的涨跌而变化，略有滞后；而白银 ETF 的持仓并没有跟随银价走势而变化的规律。

图表 17 贵金属 ETF 持仓变化

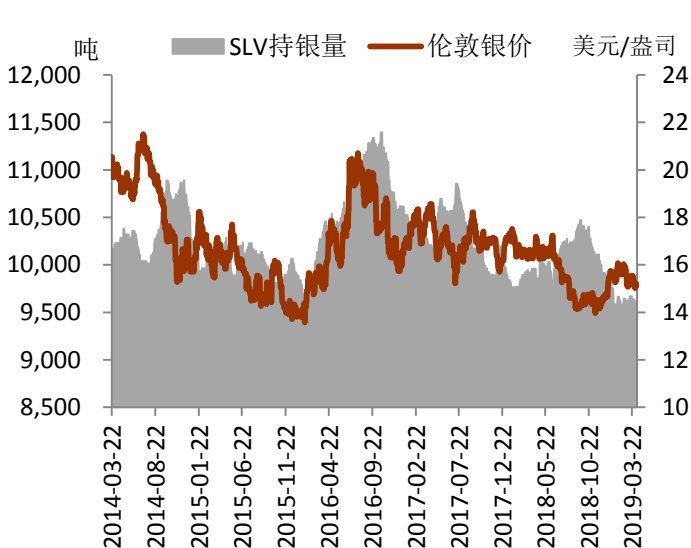
单位：吨	2018/4/18	2019/3/6	2019/4/8	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2215.43	2232.46	2236.67	4	0.19%	21	0.96%
SPDR 黄金持仓	859.99	766.59	760.49	-6	-0.80%	-100	-11.57%
ETF 白银总持仓	16956.27	15903.28	15903.18	-0	0.00%	-1053	-6.21%
ishares 白银持仓	9893.08	9595.54	9616.18	21	0.22%	-277	-2.80%

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

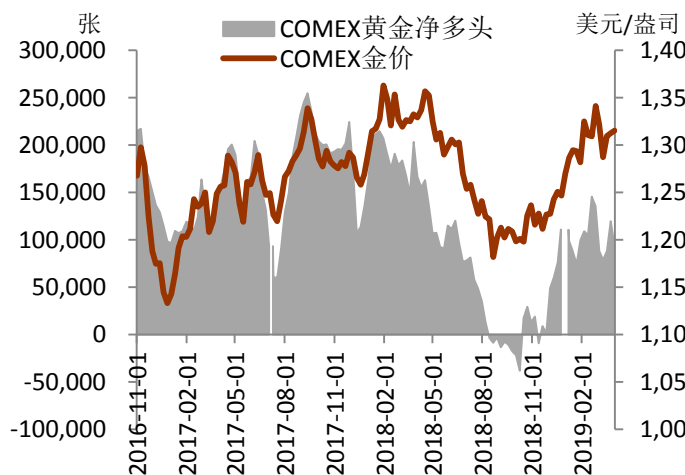


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

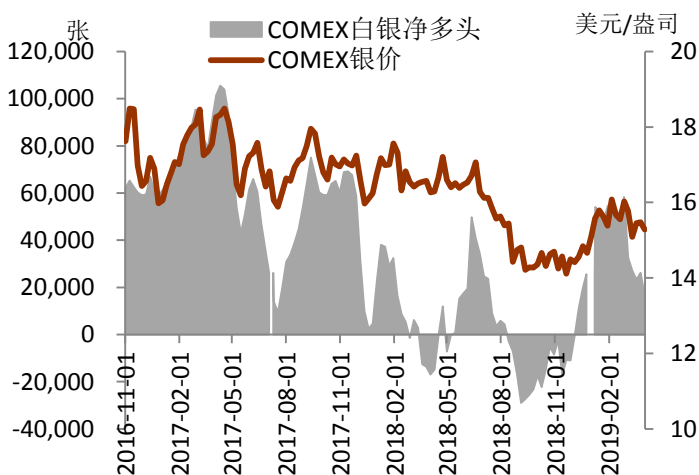
### 5、CFTC 持仓变化

根据 CFTC 最新报告公布的报告显示: 截至 4 月 2 日, 投机基金大幅减持 Comex 黄金期货净多头 25185 手至 94556 手, 同时减持白银期货净多头头寸 9406 手至 16783 手。黄金和白银的净多头寸都已经高位回落。

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, 3 月 COMEX 黄金的库存出现小幅下降, 而白银的库存持续增加, 高库存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

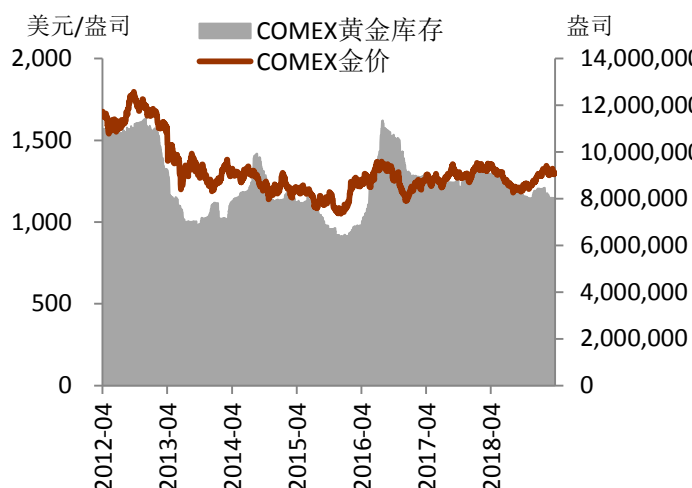
4月8日，黄金的库存为7973532盎司，较前一月前减少0.78%，较一年前减少12%；白银库存近期则增加至30亿盎司上方，较一月前增加1.65%，较一年前大幅增加15.5%。从COMEX和上海黄金交易所的白银库存的数据来看，COMEX白银库存自2016年起就一直处于积累库存的过程之中，并不断再创新高，而上海黄金交易所的白银库存也从2018年4季度开始快速增加至1158吨的历史高位。

图表 22 COMEX 贵金属库存变化

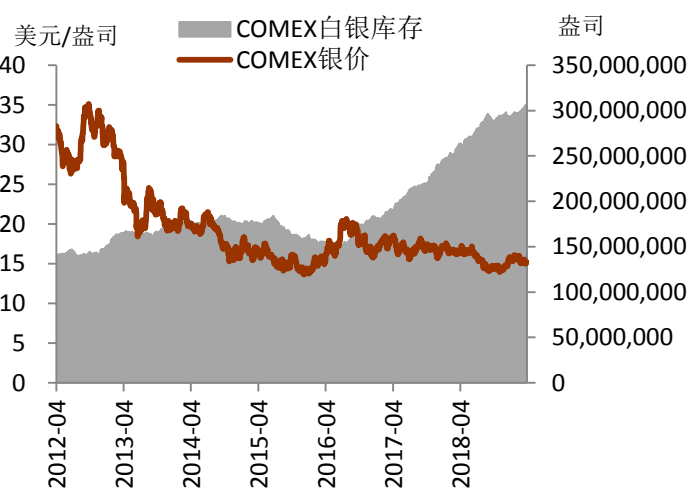
	2018/4/10	2019/3/7	2019/4/8	较上月 增减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	9062199	8036244	7973532.44	-62712	-0.78%	-1088667	-12.01%
白银(千盎司)	263583.5	299569.3	304501.63	4932	1.65%	40918	15.52%

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、钯金价格高位回落

3月下旬，前期一直保持强势上涨的国际钯金现货价格从1600美元/盎司上方的高位暴跌至1350美元一线，几个交易日累计跌幅达15%。钯金的高位暴跌也影响了市场情绪而拖累了金价的走势。

从全球范围来看，钯金的生产主要来自南非和俄罗斯。俄罗斯诺里尔斯克镍业(Nornikel)是全球产量最高的钯金生产商，占有全球钯金市场40%的份额。Nornikel在其2018年四季度报告显示，钯金产量环比下降10%至63.2万盎司，导致2018年全年产量下降2%至272.9万盎司。去年汽车行业的钯金需求达到创纪录的850万盎司，高于2010年的580万盎司。诺里尔斯克镍业公司预计2019年市场缺口为80万盎司。钯金普遍被用于汽车的催化式排气净化器中，用来净化尾气。汽车行业对钯金的需求占到全球总需求的

85%。驱动消费的并不是汽车销量，而是更严格的排放监管规定使得每辆汽车都要使用更多的钯金。在供应短缺的情况下，市场对钯金的需求因近年来席卷全球汽车行业的柴油丑闻而居高不下。而很多资本囤积现货钯金也对钯金的走势起到了推波助澜的作用。

#### 四、行情展望及操作策略：

目前全球经济正在放缓，全球央行重回宽松的货币政策将利多黄金。虽然美国经济正在走弱，但相对于欧元区经济的明显颓势，美国经济依然表现较好，美元保持高位震荡，这将抑制了贵金属价格的走势。而通胀未见抬头，贵金属价格的支撑有限，预计后市贵金属将在维持震荡偏弱走势。若无重利多大刺激，COMEX 期金前期 1350 美元/盎司或为年内高点。

技术面看上，COMEX 金价的近期主要波动区间在 1280-1320 美元/盎司之间、COMEX 银价的主要波动区间在 15-15.5 美元/盎司之间。

投资策略建议：沪金银以区间震荡操作

风险因素：市场风险偏好骤升

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。