



2019年5月8日 星期三

上涨动能不强

金银或区间震荡

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

要点

- 虽然美国的一季度GDP和就业市场依旧强劲，但美国的PMI数据在延续下滑，个人消费支出PCE也在不断萎缩，市场对美国经济高速增长持续性存疑，美元指数冲高回落，提振贵金属反弹。近期市场避险情绪再度上涨，但国际金价反弹有限，可见黄金的做多动力不强。由于短期内美国经济增长的惯性仍在，美元指数或仍将维持高位震荡，这将限制贵金属的上涨空间。预计短期贵金属价格会呈震荡走势，金价的走势依然会强于银价。人民币继续贬值或将使得沪金银走势继续强于外盘。
- 中期而言，美元指数存在下行的压力，但其走取决于与其他国家经济内生动力强弱对比，以及利差结构的变化。金价走势难言乐观，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金价的近一个月主要波动区间在1275-1300美元/盎司之间、COMEX银价的主要波动区间在14.8-15.2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、 美国经济数据良好，可持续性存疑	5
2、 欧元区经济难言企稳	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	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

一、贵金属行情回顾

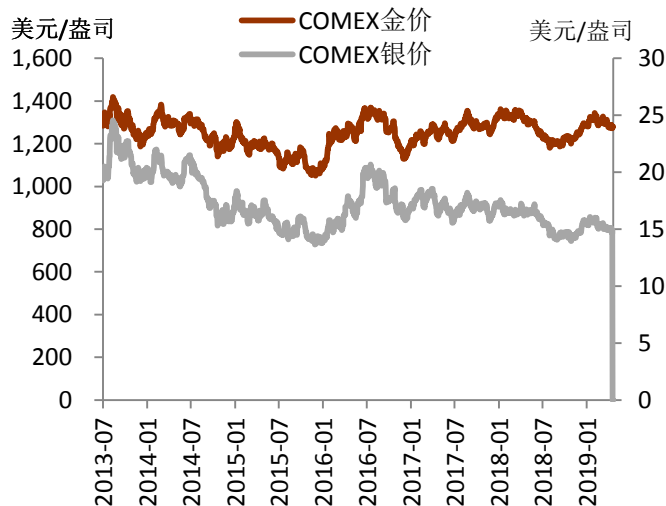
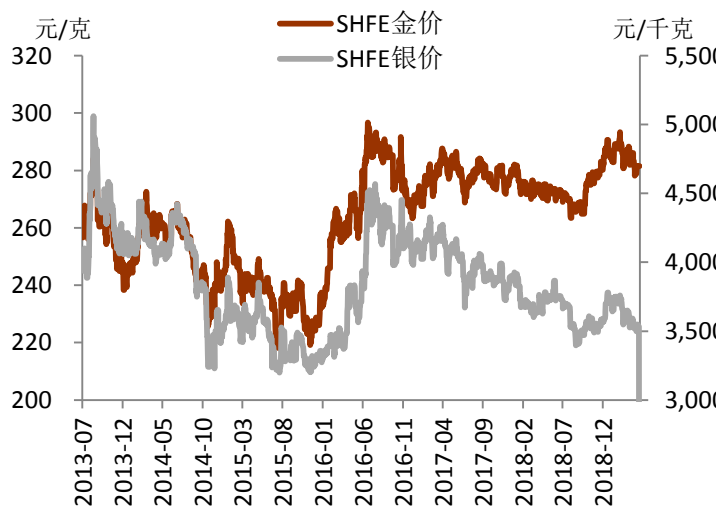
2019年4月，国际贵金属价格呈震荡下行走势。主要因欧美经济数据的强弱对比支撑美元指数持续走强，对贵金属价格形成压制。而市场风险情绪回升，美债收益率走高也提振了贵金属价格的走势。COMEX期金主力合约在4月23日触及1268美元/盎司的低点之后止跌企稳，COMEX期银走势更弱，一直受阻于15美元/盎司的整数关口，价格重心持续下移。

国内沪金银走势强于外盘，主要因4月下旬人民币贬值的影响，后期沪期金呈明显的止跌反弹之势，而沪期银价格则受基本金属下挫的影响而持续走弱，金银比价再度走高。

进入5月，全球贸易形势急剧恶化，市场避险情绪再度上扬，人民币对美元再现快速贬值，金价走势明显强于银价，沪金银比价再创新高。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

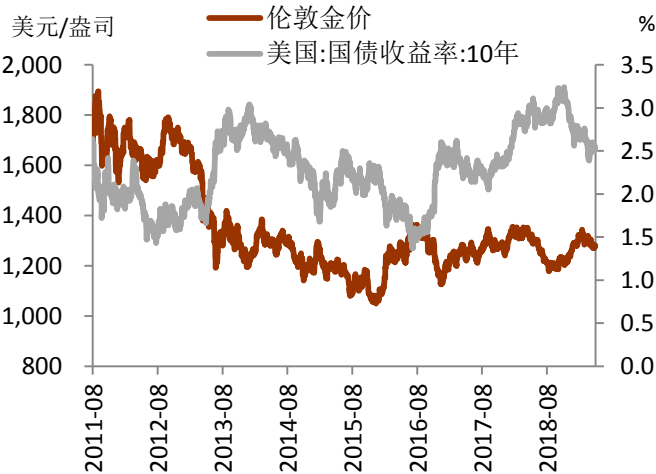
图表2 近5年COMEX金银价格走势



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。美欧经济的强弱对比，提振美元指数持续走强，一度站上 98 上方。在美国好于预期第一季度 GDP 数据公布后，市场对美国经济向好的持续性存疑，美元指数高位回调，金价止跌反弹。

1、美国经济数据良好，可持续性存疑

美国一季度实际 GDP 年化季环比初值为 3.2%，创 2018 年三季度以来新高，高于此前预期值 2.3%，同时也较前值 2.2% 大幅回升。经济增速超预期的原因，一方面是美国联邦和地方政府投资以 2.4% 的速度反弹；另一个原因是库存增加。但占美国经济 2/3 的消费增速从去年四季度的 2.5% 下滑到 1.2%，其中汽车和其他商品的消费下滑比较明显。设备支出仅增长 0.2%，创 2016 年三季度以来最低。住宅增速下滑到 2.8%，为连续第五个季度下滑。美国一季度个人消费支出 (PCE) 年化季环比初值 1.2%，预期 1%，前值 2.5%。综合来看，美国一季 GDP 高增速可能难以持续，经济增速将会大概率放缓。

最新公布的非农报告显示，4 月非农新增录得 26.3 万，超出预期 19 万，非农就业大超预期，就业市场依旧强劲；4 月失业率刷 49 年来新低，仅为 3.6%；平均小时薪资增幅月录得 0.2%，低于预期 0.3% 的水平。虽然就业市场依旧强劲，但是美国的 ISM 制造业指数确实在延续下滑的势头。4 月 ISM 制造业 PMI 录得 52.8，不及预期，4 月 ISM 非制造业 PMI 数据仅录 55.5，低于预期 57.2，刷 20 个月新低；PMI 的延续下跌和一季度的 GDP 增速形成了鲜明对比。虽然 GDP 的增速良好，就业市场也在创下新低，两者互相印证，反映了当下美国的经济仍然强劲；但是 PMI 的下跌，同时个人消费的 PCE 也在不断萎缩，这反映了 GDP 增长和就业市场强劲并不是有最重要的消费拉动的，短期内美国经济增长的惯性仍在，高增长的持续性不强。

5 月初的美联储决议，维持联邦基金利率 2.25-2.5% 区间不变，符合市场预期。由于一季度美国的通胀已经开始回落，且特朗普也指责此前的加息行为，称通胀不高应当降息。鲍威尔表示经济增长和就业状况比预想中强劲，当前放缓的个人消费和私人投资未来将回升，核心 PCE 的意外下滑源于一些临时性因素干扰，在就业和经济的良好表现下通胀将逐步回升至目标水平。考虑贸易摩擦、脱欧风险等因素，美联储降息或加息的门槛均很高，我们认为 2019 年美联储大概率按兵不动。

2、欧元区经济难言企稳

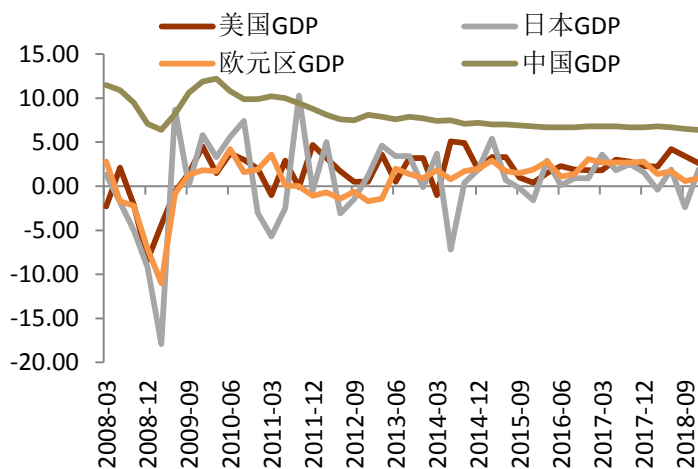
欧元区制造业景气度仍然低迷。4 月欧元区 PMI 初值为 51.3，创 2014 年以来最差的水平之一，其中制造业 PMI 初值为 47.8，低于预期 48.0；服务业 PMI 初值为 52.5，低于预期

53.1。德国制造业 PMI 初值只录得 44.5，低于预期的 45.0。欧元区 PMI 数据显示经济减速势头未改，尤其是作为经济龙头的德国表现继续落后，预示着欧元区经济下行的压力仍在延续。

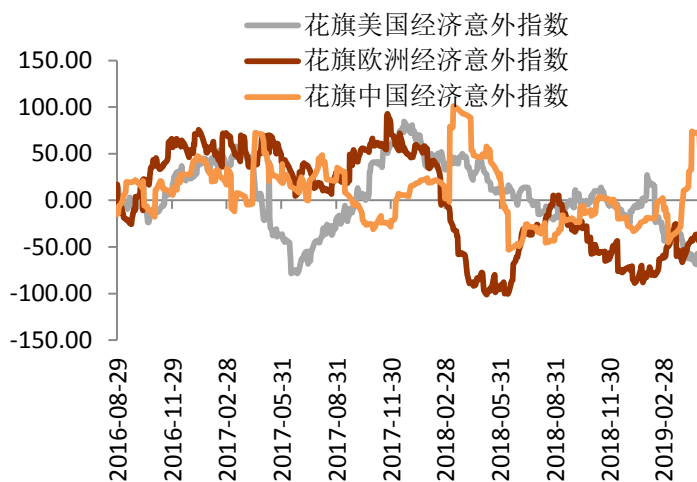
近期欧元区的部分经济数据出现了边际改善。最新公布的一季度欧元区 GDP 增速为 1.2%，好于预期的 1.1%，从 2017 年以来的 GDP 增速下滑以来出现了第一次小幅回升，为疲软的欧元区经济带来了一些动力。欧元区一季度经济数据超预期源于意大利净出口改善、西班牙投资回升和法国消费走强带来的边际正影响。4 月份欧元区通胀数据也超预期：欧元区 4 月调和 CPI 同比上涨 1.7%，远超预期和前值，创去年 11 月份以来最大涨幅。去除能源、食品等价格在内的核心 CPI 初值年率从前值 0.8% 上涨至六个月高点 1.2%。同时德国地区 4 月 CPI 初值月率录得 1.0%，是预期的 2 倍。而欧元区 4 月消费者信心指数为 -7.9，低于前值和预期。近期欧元区数据的良好表现源于中国逆周期政策和美国经济阶段性回升的外溢效果，经济增长和通胀双升未根本改变脱欧、地缘政治、债务约束等潜在风险，欧元区经济难言企稳。

欧盟委员会最近下调欧元区及德、意等国经济增长预期，并警告欧元区风险。将欧元区 2019 年 GDP 增速由 1.3% 下调至 1.2%；将 2019 年德国 GDP 增速预期由 1.1% 降至 0.5%。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

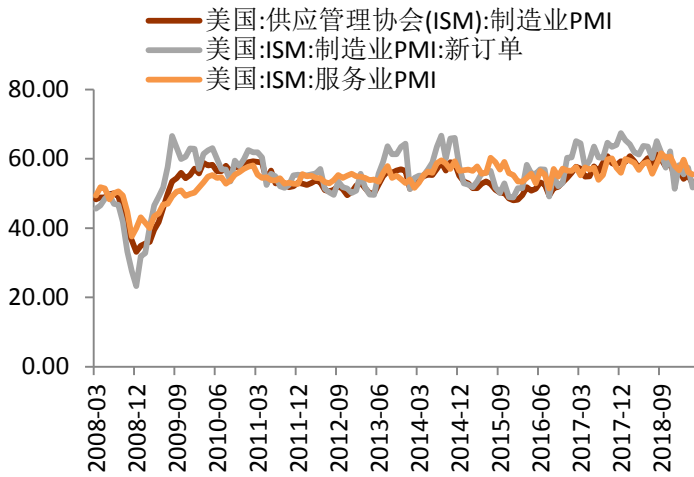


图表 6 全球主要经济体经济意外指数

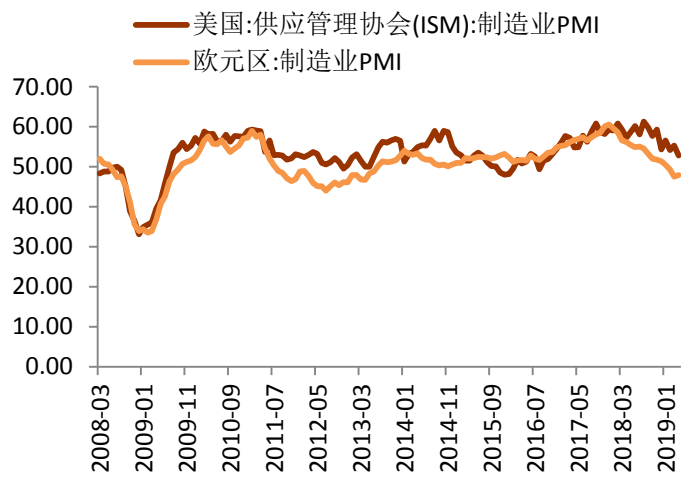


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化

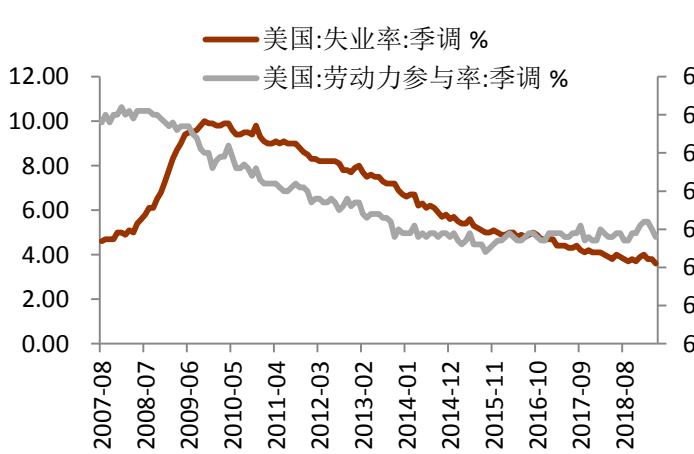


图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化

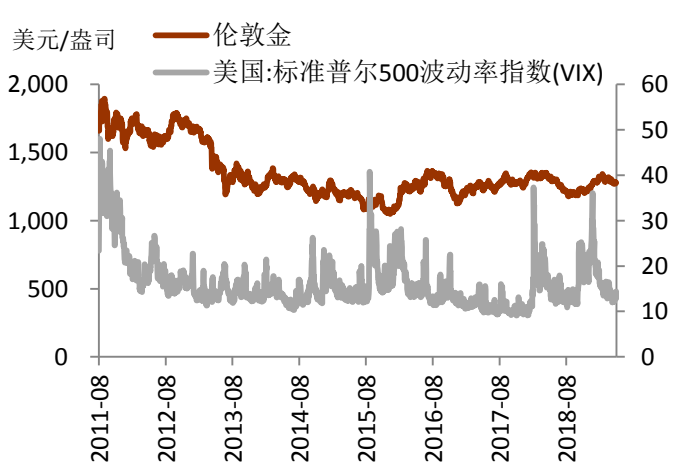


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 9 美国失业率变化

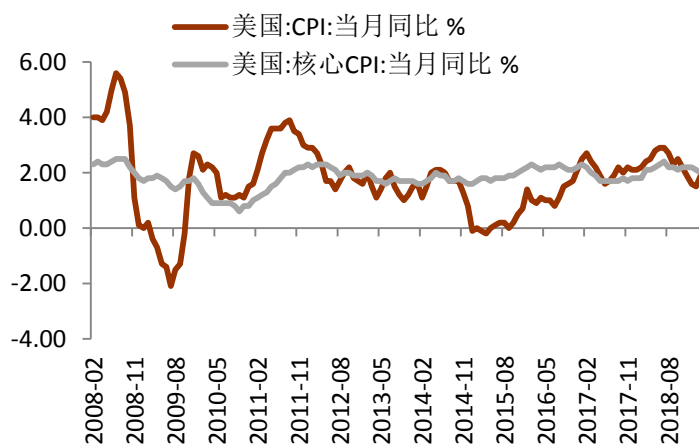


图表 10 金价与 VIX 指数变化

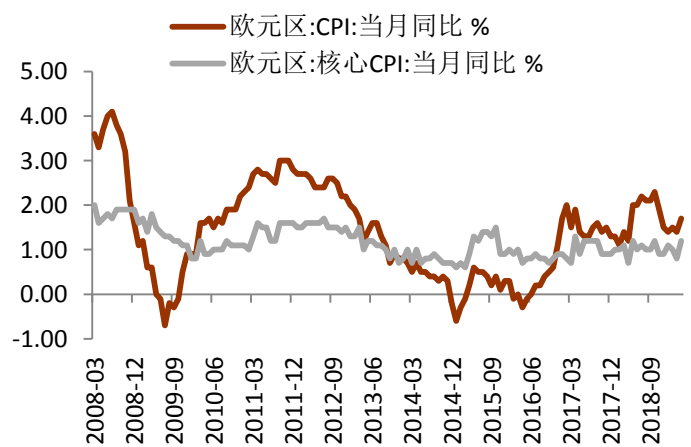


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 10 美国 CPI 增速变化



图表 11 欧元区 CPI 增速变化



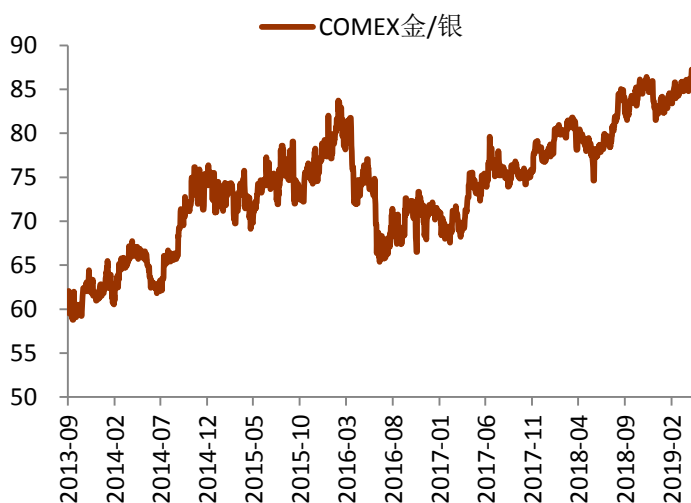
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

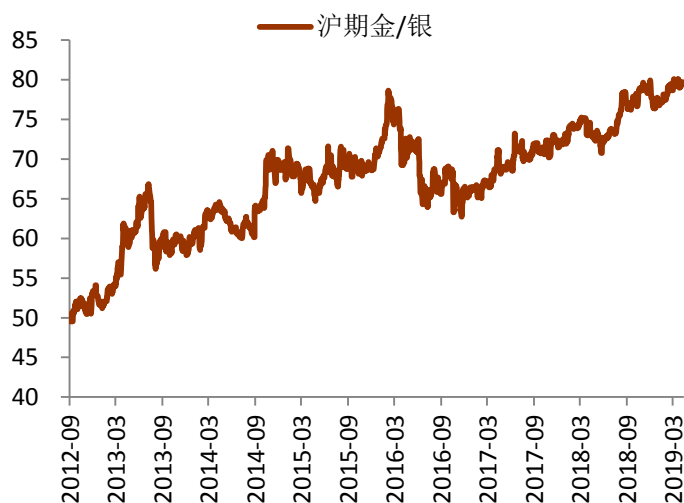
1、金银比价变化

今年年初以来，黄金价格的走势持续强于白银，4月COMEX金银比价呈高位震荡走势，并在4月11日达到86.6再创新高。而后金价开始大幅回调，银价因基本金属走强的带动相对抗跌，COMEX金银比价一度出现快速回调至85下方。之后金价止跌企稳，而基本金属转弱带动银价走弱，金银比价再度上涨，并在5月初再创新高，达到87一线。整体来看，金银比价仍在不断走高。

图表 11 COMEX 金银比价变化



图表 12 沪期金银比价变化

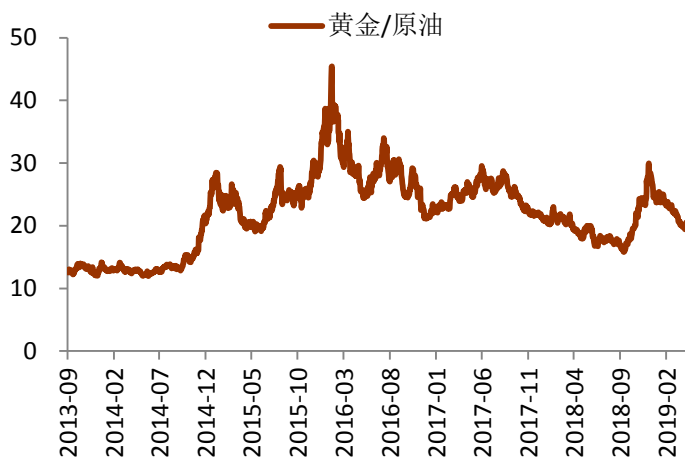


资料来源：Wind，铜冠金源期货

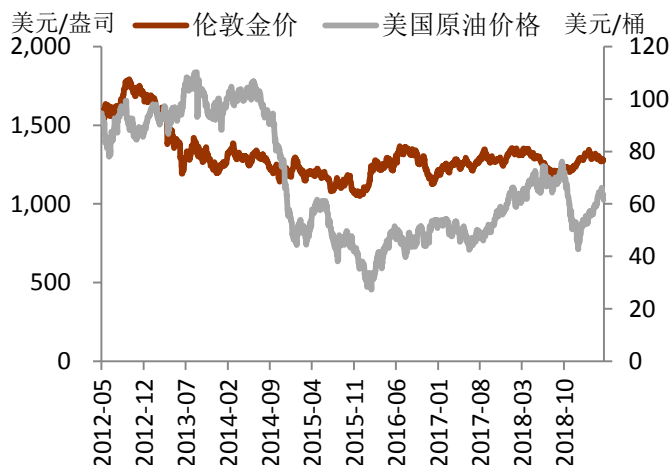
2、黄金原油比价变化

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月上涨至60美元/桶上方。在4月下旬，因全球经济前景恶化及美国原油库存增加超预期，原油价格开始回调，而金价止跌企稳，黄金/原油的比价从20下方回升到至20.85。整体看来，原油价格仍处于相对较低的位置，通胀预期尚未抬头，通胀对并未传导到金价的影响。

图表 13 原油/黄金比价变化



图表 14 金价与油价走势对比

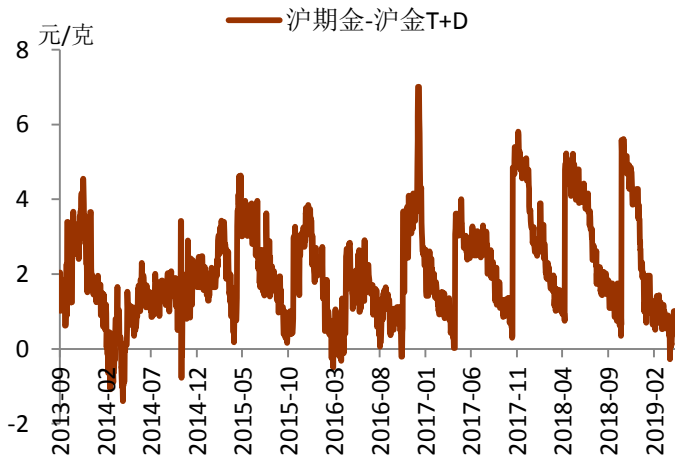


资料来源：Wind，铜冠金源期货

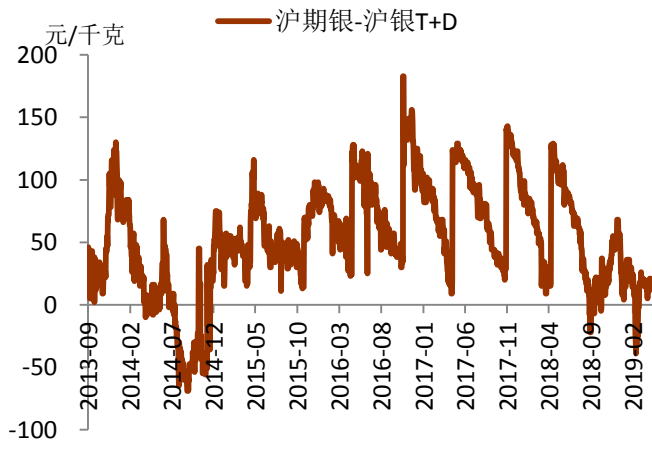
3、期现价差变化

3月白银的期现价格出现了持续两周罕见的期现倒挂情形。由于增值税减收政策落地，4月白银期现价差保持相对稳定，大部分时间处于10-20元/千克的区间正常波动。五一假期后，沪金银主力纷纷移仓换月至12月合约，金银的期现价格会出现规律性扩大，但白银期现价差缩小的趋势还会持续。

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

伴随着金价的不断回调，全球黄金 ETF 都 4 月份都减持黄金，其中最大的黄金 ETF-SPDR4 月减持黄金 38 吨至 740 吨。虽然银价走势更弱于黄金。但白银 ETF 的持仓量却从 4 月开始止跌回升，4 月白银 ETF-ishes 增仓白银 83 吨至 9703.64 吨，进入 5 月后 i-shares

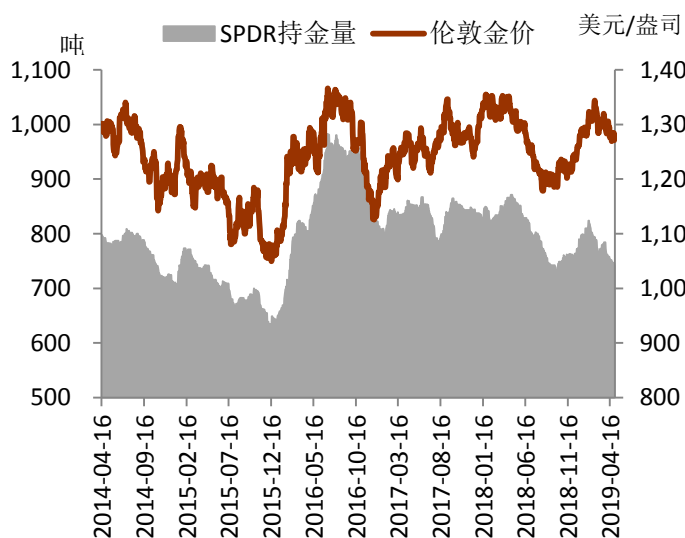
加大了对白银的增仓量。而全球的白银 ETF 的变化还不及 i-shares 的增仓量，可见其他的白银 ETF 依然在减仓白银。

图表 17 贵金属 ETF 持仓变化

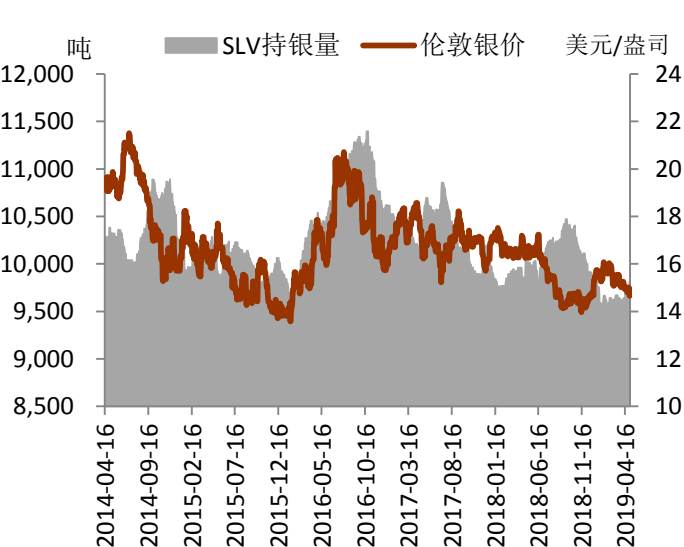
单位：吨	2018/5/15	2019/4/2	2019/5/3	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2237.28	2231.14	2197.12	-34	-1.52%	-40	-1.80%
SPDR 黄金持仓	865.59	772.80	740.82	-32	-4.14%	-125	-14.41%
ETF 白银总持仓	16693.24	15913.14	16029.06	116	0.73%	-664	-3.98%
ishares 白银持仓	9856.67	9620.34	9792.89	173	1.79%	-64	-0.65%

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



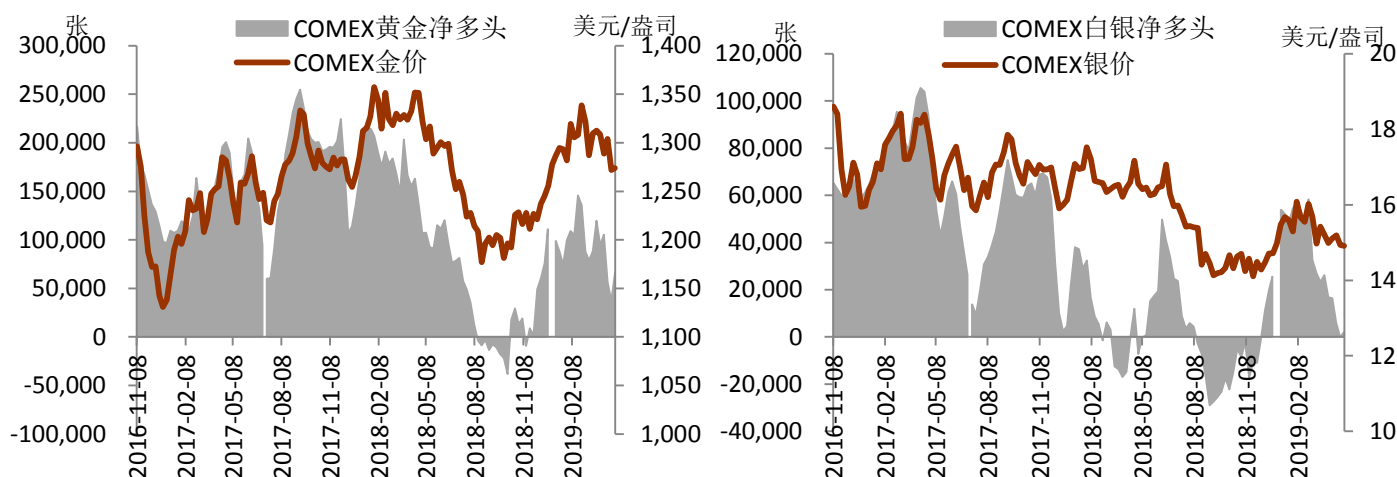
资料来源：Wind，铜冠金源期货

5、CFTC 持仓变化

黄金价格与 COMEX 黄金期货净多头合约的变化相关性非常显著，而白银价格与 COMEX 白银期货净多头合约的相关较弱。根据 CFTC 最新报告公布的报告显示：截止至 4 月 30 日当周，投机基金大幅减持 Comex 黄金期货空头合约，黄金期货的净多头增至 66219 手，比上周大幅增加，但比上月依然较低。而 COMEX 白银期货合约的净多头寸也由上周的负值增加至 2136 手。

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，4 月 COMEX 的黄金库存出现小幅下降，而白银的库存仍然在持续增加，高库存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 5 月 3 日，黄金的库存为 7782016 盎司，较前一月前减少 3%，较一年前减少 14%；白银库存继续小幅增加至 307709 千盎司，较一月前增加 0.35%，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，并不断创出新高。而上海黄金交易所的白银库存也从 2018 年四季度开始快速增加至 2019 年 4 月初的 1210 吨的历史高位，后开始小幅下降，截止 5 月 7 日，上海黄金交易所白银库存为 1083 吨。

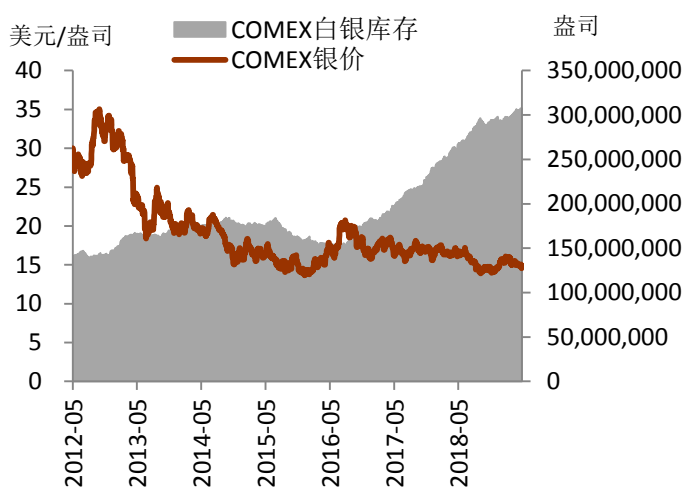
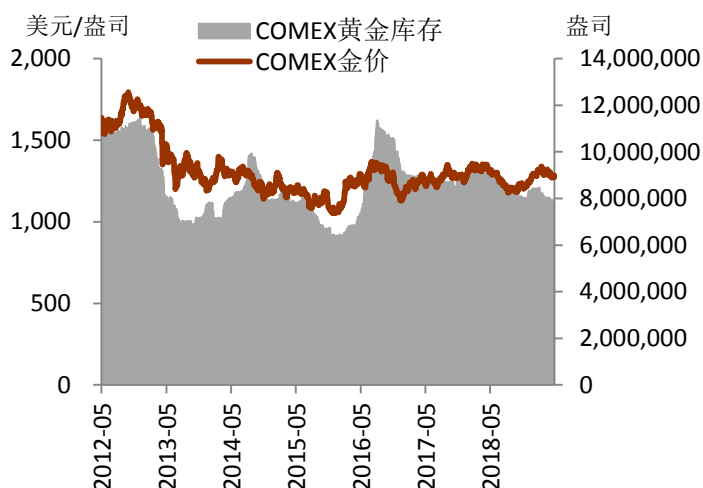
图表 22 COMEX 贵金属库存变化

	2018/5/4	2019/4/2	2019/5/3	较上月 增减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	9049523	8029022	7782016	-247006	-3.08%	-1267507	-14.01%
白银(千盎司)	266598	306638.3	307709.1	1071	0.35%	41111	15.42%

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

四、行情展望及操作策略：

虽然美国的一季度 GDP 和就业市场依旧强劲，但美国的 PMI 数据在延续下滑，个人消费支出 PCE 也在不断萎缩，市场对美国经济高速增长持续性存疑，美元指数冲高回落，提振贵金属反弹。近期市场避险情绪再度上涨，但国际金价反弹有限，可见黄金的做多动力不强。由于短期内美国经济增长的惯性仍在，美元指数或仍将维持高位震荡，这将限制贵金属的上涨空间。预计短期贵金属价格会呈震荡走势，金价的走势依然会强于银价。而人民币继续贬值或将使得沪金银走势继续强于外盘。

中期而言，美元指数存在下行的压力，但其走取决于与其他国家经济内生动力强弱对比，以及利差结构的变化。金价走势难言乐观，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 金价的近一个月主要波动区间在 1275-1300 美元/盎司之间、COMEX 银价的主要波动区间在 14.8-15.2 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。