



2019年6月11日 星期二

## 美联储降息预期提振金价

### 涨势难以持续

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

#### 要点

- 进入二季度,美国经济下行迹象开始显现,制造业、消费和通胀均不及预期,再加上5月美国非农数据不佳,市场对于美联储降息的预期进一步加强。避险情绪上升与美联储降息预期的加强,是提振贵金属价格近期大幅出现上涨的主要因素。
- 近期美联储明确转鸽,欧洲央行也重启定向长期再融资操作,全球央行重回宽松的货币政策将利多黄金。中期而言,美元指数确实存在下行的压力,但美国经济短期内陷入衰退的可能性不高,相对于其他经济体依然表现良好,我们认为美元指数仍将高位震荡,贵金属上涨的持续性不强。
- 技术面看上,COMEX金价在冲高至1350美元上方之后快速回落,可见在前期高点的压力依然有效。预计近一个月主要波动区间在1300-1350美元/盎司之间、COMEX银价的主要波动区间在14.4-15美元/盎司之间。
- 投资策略建议:沪金银逢高沽空
- 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 .....	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 .....	11
6、 贵金属库存变化 .....	12
四、行情展望及操作策略： .....	12

## 图表目录

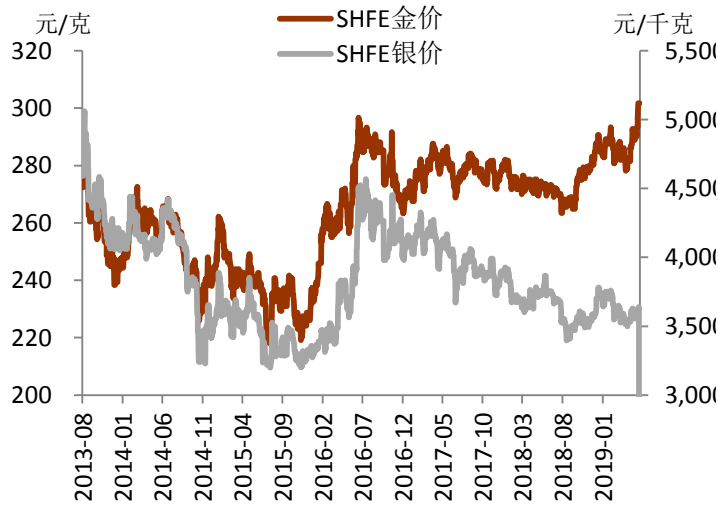
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势 .....	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势 .....	4
图表 3 金价与美元指数走势变化 .....	5
图表 4 金价与美国实际利率走势变化 .....	5
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化 .....	7
图表 6 全球主要经济体经济意外指数 .....	7
图表 7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化 .....	7
图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化 .....	7
图表 9 美国失业率变化 .....	7
图表 10 金价与 VIX 指数变化 .....	7
图表 10 美国 CPI 增速变化 .....	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 .....	10
图表 16 沪期银与沪银 T+D 价差变化 .....	10
图表 18 黄金 ETF 持仓变化 .....	11
图表 19 白银 ETF 持仓变化 .....	11
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

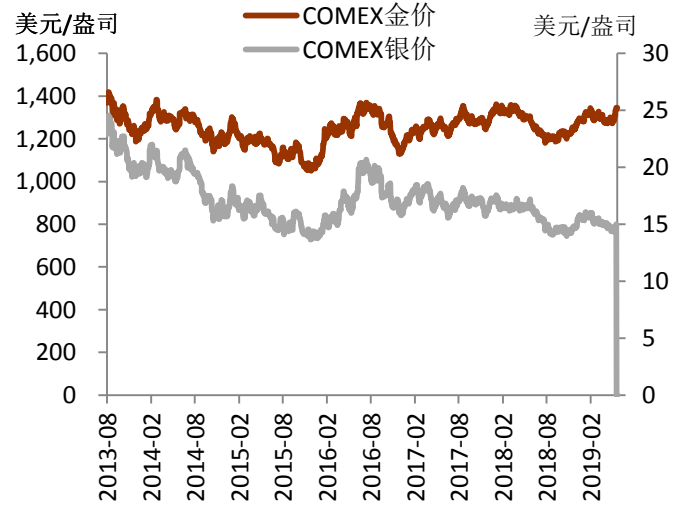
2019年5月，国际贵金属价格呈震荡偏强走势。主要因欧美经济数据的强弱对比支撑美元指数维持高位，对贵金属价格形成压制。随着全球贸易形势恶化加剧，美股在5月下旬出现明显回调，美债收益率再度倒挂，市场避险情绪回升，提振了贵金属价格的走势。5月底公布的数据显示美国的消费和通胀不及预期，凸显经济前景面临压力，市场对于美联储的降息预期上升，美元指数出现回调。随后美联储释放降息信号，再加上美国5月非农就业数据远不及预期，市场的避险情绪集中爆发，助推金价爆发式上涨，COMEX期金主力合约近期一举突破多个关口压制，一度上触及前期高点1350美元/盎司一线，而后回落至1330美元/盎司下方。COMEX期银跟随金价走势，也曾突破15美元/盎司的整数关口，而后快速回调。

因行情的暴涨由市场避险情绪所主导，金价走势继续强于银价，金价比价继续走高。受5月上旬和中旬人民币兑美元汇率持续大幅贬值的影响，国内沪金银走势明显强于外盘，沪金银比价也再创新高。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

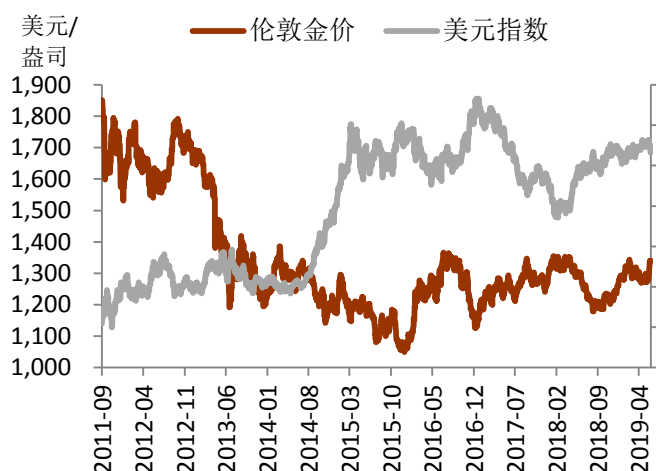


图表2 近5年COMEX金银价格走势

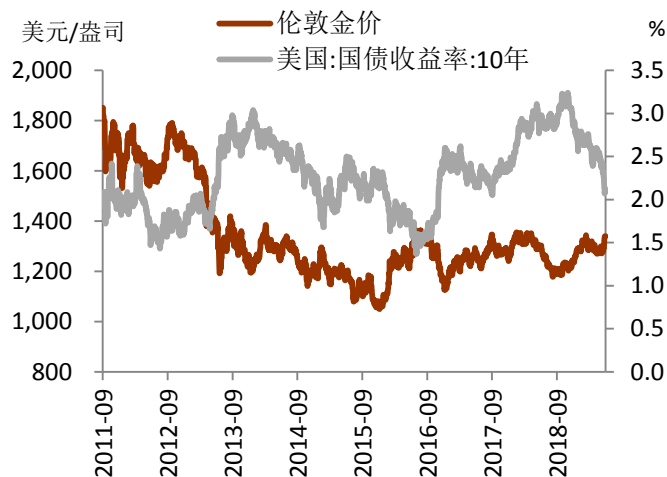


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

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。但随着美国核心数据走弱，及美联储释放降息信号，市场对美国降息的预期增加，美元指数高位回调，金价止跌反弹。

5 月以来，中美贸易局势再度趋紧引发的避险情绪升温，叠加市场对于未来全球经济增长放缓的担忧加剧，市场风险偏好显著承压，导致近期美债收益率快速回落，并在 5 月底再度部分出现倒挂且倒挂加深。实际利率的大幅下行警示了美国经济的经济增长下滑的风险，也助推了金价在近期出现暴涨。

整体看来，近期由于美联储明确转鸽，全球流动性出现转向，刺激美股大涨，而债券收益率则明显下行。避险情绪上升与美联储降息预期的加强，是提振贵金属价格近期出现大幅上涨的主要因素。

### 1、美国经济数据转弱，美联储降息预期飙升

进入二季度，美国经济下行迹象开始显现。4 月美国零售销售和工业产出环比均下跌，5 月美国制造业生产进一步放缓，Markit 及 ISM 制造业 PMI 均不及预期。美联储看重的通胀指标——美国第一季度核心 PCE 物价指数修正增长率下调为 1.0%，美国 4 月 PCE 环比增长仅 0.3%。美国 5 月密歇根大学消费者信心指数终值为 100，也低于预期和前值。一系列数据显示美国的制造业、消费和通胀均不及预期，市场对于美联储的降息预期上升。

最新公布的美国 5 月非农数据远不及预期。美国 5 月新增非农就业人数仅为 7.5 万人，创近三个月来最低水平。美国 5 月每小时薪资同比增长仅 3.1%，不及预期，增速已连续 3

个月回落。薪资的持续走低，说明 5 月非农就业人数下降并非美国劳动力市场持续紧张、劳动力供给不足所导致的。非农数据不佳，加上贸易局势趋紧，市场对美国经济放缓的忧虑升温，美联储降息预期进一步加强。根据 CMEFedWatchTool 显示，5 月以来，市场对美联储 2019 年降息的预期快速提升至 98%，而一个月前该预期仅为 47%。美联储官员鸽派的表态，有助于安抚市场情绪、稳定市场预期。在美国非农数据与景气指标均有所下行的背景下，美联储降息的必要性有所加强，但考虑到降息之后政策空间不足，预计美联储将保持谨慎，等待 6 月份经济数据公布后，美联储才会对未来货币政策路径做出更明确的指引。

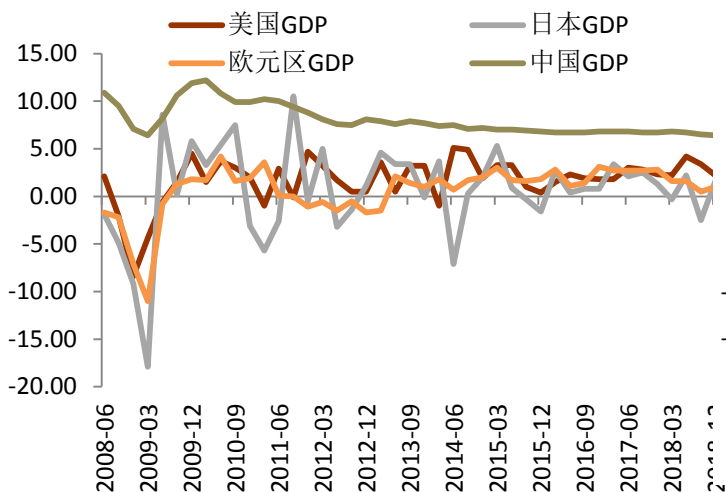
## 2、欧元区经济持续走弱，货币可能进一步宽松

欧元区制造业景气度持续走弱。欧元区 5 月制造业 PMI 终值 47.7，符合预期和前值，仍处于收缩区间。欧元区产出连续第四个月下降，新订单数量也进一步大幅下降，表明制造业仍处于自 2013 年来最艰难时期。德国 5 月制造业 PMI 终值为 44.3，作为经济增长引擎的德国连续 5 个月处于收缩区间，现在稳定在 44 附近，显示了德国经济增长动力不足，且难民潮等问题的困扰使得德国就业情况更加严峻。法国 5 月制造业 PMI 终值为 50.6，虽高于荣枯线，但今年以来都在一直下降，因此趋势不佳，未来有可能不能独善其身。低迷的 PMI 使得欧洲央行难以紧缩货币。

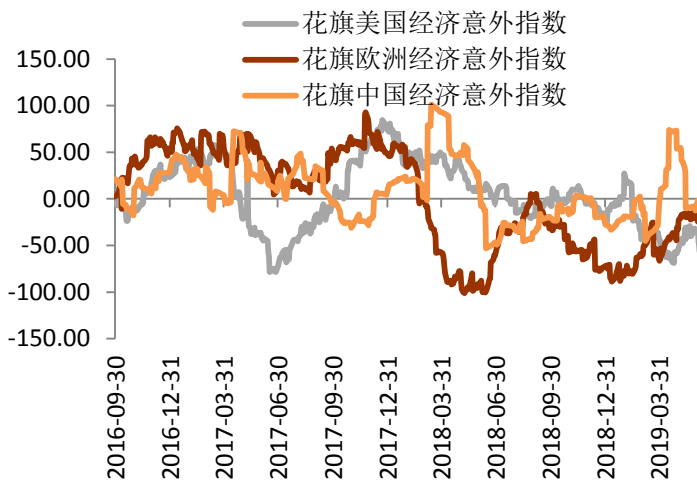
欧元区的 CPI 在 4 月创出 5 个月新高后，5 月再度下滑，至逾一年以来最低水平。欧元区 5 月调和 CPI 同比 1.2%，不及预期和前值；5 月核心调和 CPI 同比初值为 0.8%，同样不及预期和前值。价格角度来看，通胀依然低迷，距离实现 2%通胀目标还有很长的距离。

欧央行 6 月货币政策会议维持政策利率不变。欧央行表示预计至少在 2020 年上半年前维持关键利率在当前水平（此前为预计 2019 年底），同时维持到期资产再投资。本次会议重要的内容是明确了将于 9 月启动的 TLTRO III 的利率区间为-0.3%至 0.1%，较第二轮明显提高，且高于此前市场预期。欧洲央行的鸽派程度不及预期。考虑到当前欧元区经济状况，欧央行难以加息，利率前瞻指引的实际意义相当有限。此外，欧元区经济仍面临很多的不确定性，包括英国脱欧以及内部结构性问题等。当前欧元区经济趋弱、通胀依然低迷，在重启定向长期再融资操作后，如果经济环境进一步恶化、通缩风险加剧，后期存在进一步宽松可能。

图表5 主要经济体 GDP 增速变化

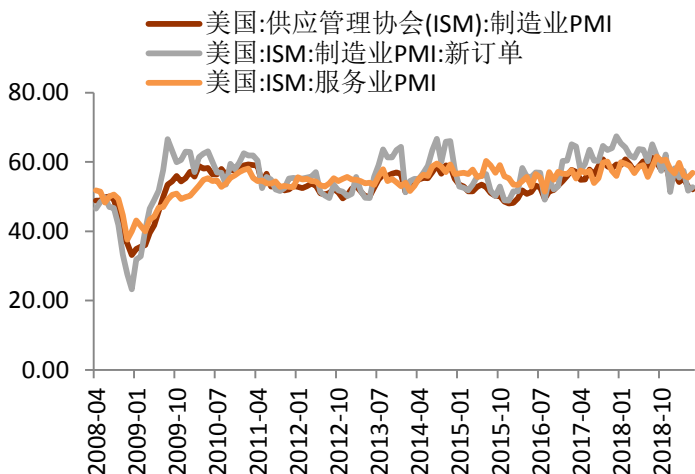


图表6 全球主要经济体经济意外指数

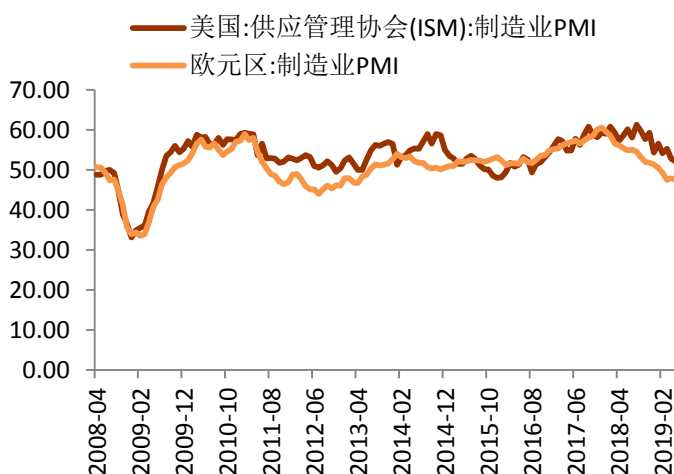


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化

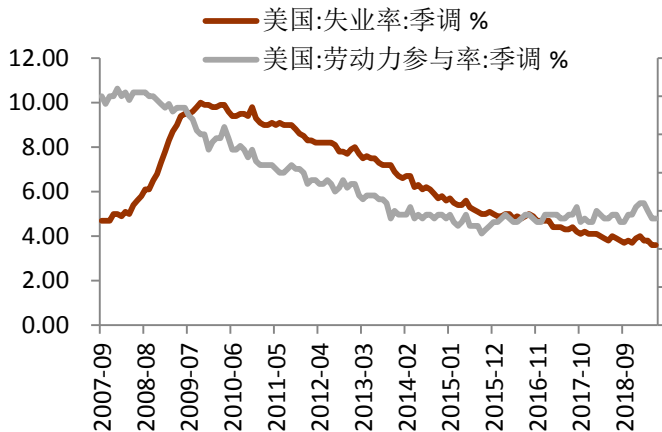


图表8 欧美制造业 PMI 增速变化

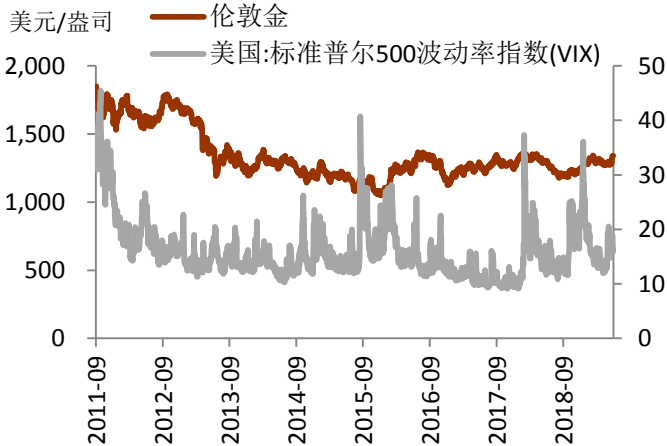


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表9 美国失业率变化



图表10 金价与 VIX 指数变化

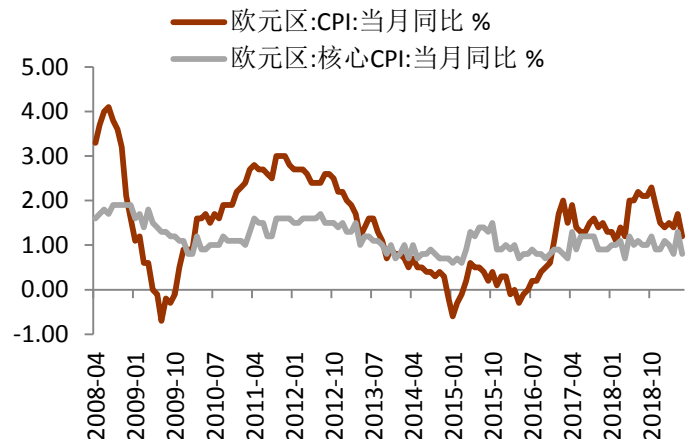


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 10 美国 CPI 增速变化



图表 11 欧元区 CPI 增速变化



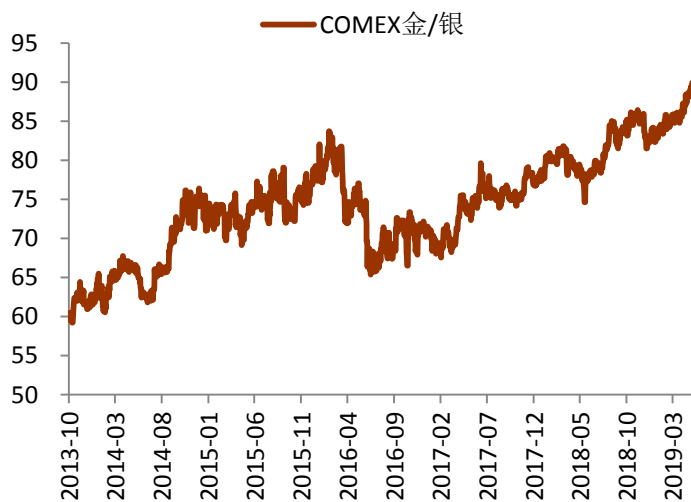
资料来源：Wind，铜冠金源期货

### 三、市场结构及资金流向分析

#### 1、金银比价变化

自今年年初以来，黄金价格的走势持续强于白银。因避险需求的提振，5 月 COMEX 金银比价不断走高，并在 6 月初突破 90。在全球贸易形势恶化避险情绪抬升的背景下，预计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



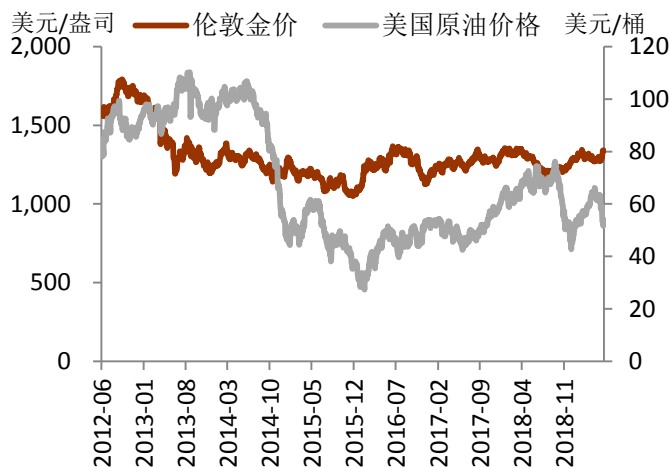
## 2、黄金原油比价变化

5月原油价格的波动率明显加强。虽然OPEC+延长联合减产，但因全球经济前景恶化导致需求收缩的预期及美国原油库存持续增加，NYMEX原油期货价格从66.6美元/桶的阶段高点回落。5月底中美经济数据纷纷走弱，再加上EIA报告的全面利空，原油价格大幅下挫至50美元一线，而金价止跌反弹，黄金/原油的比价从20下方回升至25上方。整体看来，原油价格仍处于相对较低的位置，原油黄金的比价处于中值范围。全球主要经济体面临的是通缩问题而不是通胀，通胀对金价的传导还比较遥远。

图表 13 原油/黄金比价变化



图表 14 金价与油价走势对比

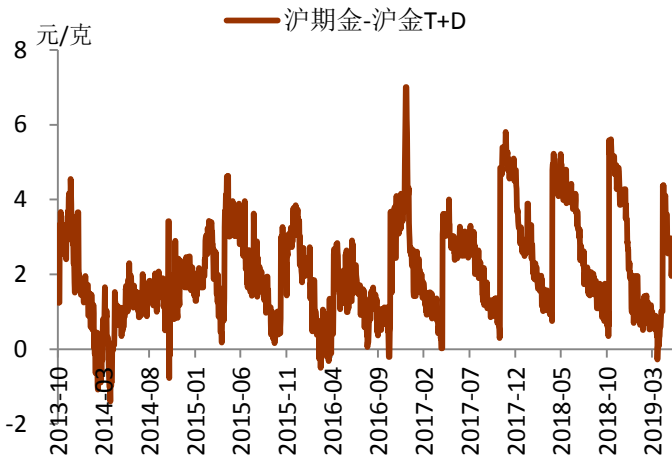


资料来源：Wind，铜冠金源期货

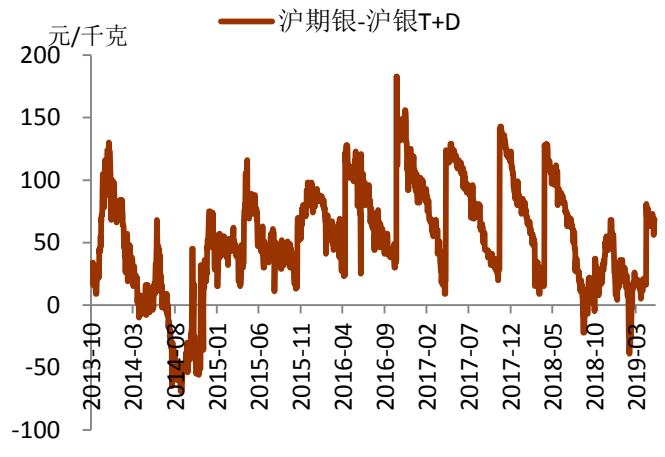
## 3、期现价差变化

4月增值税减收政策落地后，白银期现价差保持相对稳定。进入5月后，沪金银主力纷纷移仓换月至12月合约，金银主力合约与现货价格的价差出现规律性扩大。随着时间的推移，沪金银期现价差的会持续缩小，特别是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

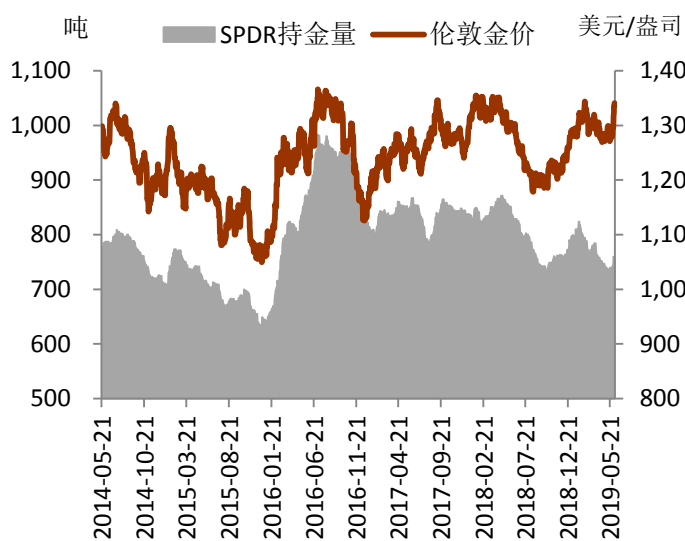
全球经济前景的恶化使得市场避险需求增加，全球黄金 ETF5 月份都增持黄金，其中最大的黄金 ETF-SPDR5 月增持黄金 17 吨至 756 吨。而全球的白银 ETF5 月的持银量减少 62 吨至 16020 吨，仍处于下降趋势之中。全球最大的白银 ETF-ishares 进入 5 月后持银量先增后减，基本与上月持平。

图表 17 贵金属 ETF 持仓变化

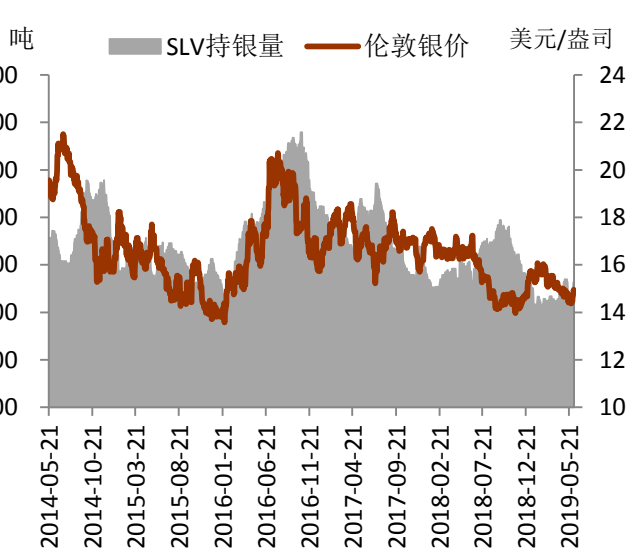
单位：吨	2018/6/19	2019/5/7	2019/6/7	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2206.68	2191.90	2239.94	48	2.19%	33	1.51%
SPDR 黄金持仓	832.59	739.64	756.42	17	2.27%	-76	-9.15%
ETF 白银总持仓	16384.43	16082.78	16020.51	-62	-0.39%	-364	-2.22%
ishares 白银持仓	10016.54	9819.12	9817.88	-1	-0.01%	-199	-1.98%

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

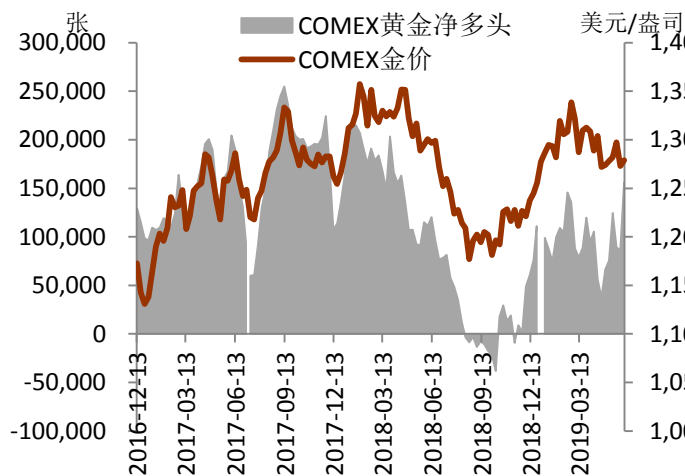


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

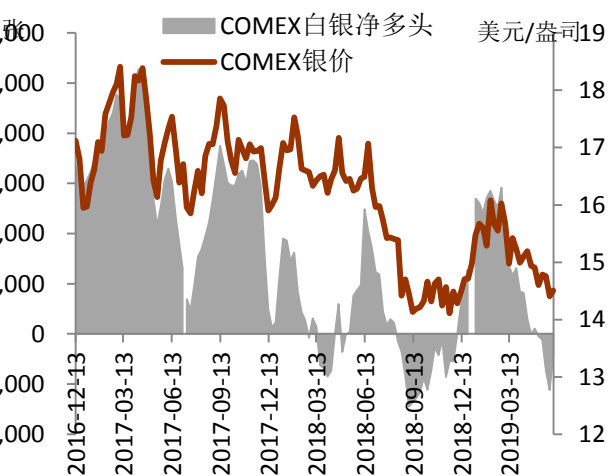
### 5、CFTC 持仓变化

黄金价格与 COMEX 黄金期货净多头合约的变化存在非常显著的正相关性, 白银价格与 COMEX 白银期货净多头合约的相关性弱于黄金。根据 CFTC 最新报告公布的报告显示: 截止至 6 月 4 日当周, 投机基金大幅增持 COMEX 黄金期货多头合约减仓空头, 黄金期货的净多头增至 156115 手, 比上周大幅增加近 1 倍, 也明显高于上月的净多持仓。而 COMEX 白银期货合约的净多头寸仍处于负值, 但负值大幅减少至 8443 手。投机资金的持仓变化是助推行情的直接因素, 这也从资金面解释了金价走势一直弱于银价的原因。

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，5月COMEX的黄金白银的库存都出现下降。截止2019年6月7日，黄金的库存为7643019盎司，较前一月前减少1.37%，为连续第二个月下降，较一年前减少15.22%；白银库存也小幅减少至302979.8千盎司，较一月前减少1.74%，较一年前增加12%。

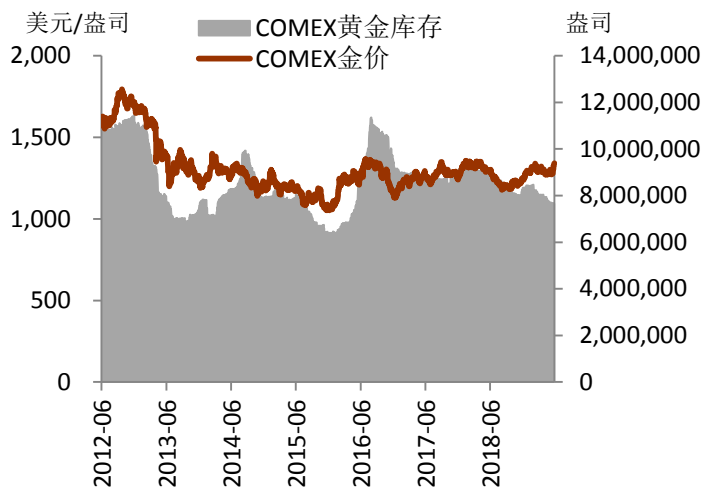
从COMEX和上海黄金交易所的白银库存的数据来看，COMEX白银库存自2016年起就一直处于积累库存的过程之中，并不断创出新高。而上海黄金交易所的白银库存也从2018年四季度开始快速增加至2019年4月初的1210吨的历史高位后开始小幅下降，截止6月7日，上海黄金交易所白银库存为2894吨。高库存在一定程度上体现了白银的工业需求的走弱，也金银比价保持高位互相验证。

图表 22 COMEX 贵金属库存变化

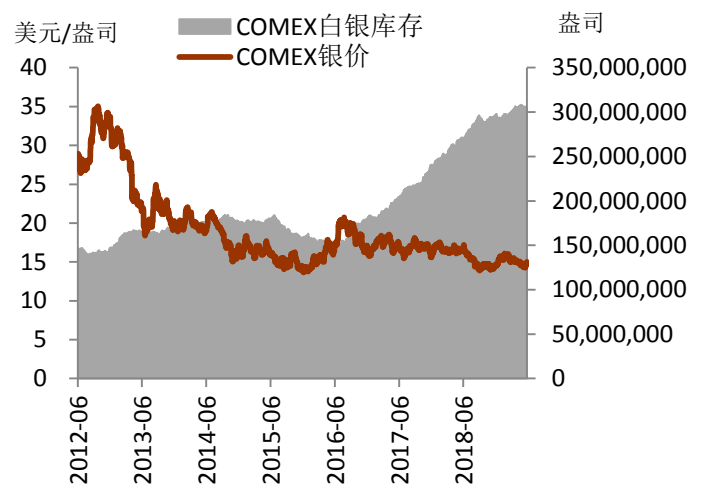
	2018/6/8	2019/5/7	2019/6/7	较上月 增减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	9014904	7749407	7643019	-106388	-1.37%	-1371885	-15.22%
白银(千盎司)	270322.5	308330	302979.8	-5350	-1.74%	32657	12.08%

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：

进入二季度，美国经济下行迹象开始显现，制造业、消费和通胀均不及预期，再加上5月美国非农数据不佳，使得市场对于美联储降息的预期进一步加强。5月底6月初，在避险情绪上升与美联储降息预期加强的双重影响下，贵金属价格大幅上涨。

近期美联储明确转鸽，欧洲央行也重启定向长期再融资操作，全球央行重回宽松的货

币政策将利多黄金。中期而言，美元指数确实存在下行的压力，但美国经济短期内陷入衰退的可能性不高，相对于其他经济体依然表现良好，我们认为美元指数仍将高位震荡，贵金属上涨的持续性不强。

技术面看上，COMEX 金价在冲高至 1350 美元上方之后快速回落，可见在前期高点压力依然有效。预计近一个月主要波动区间在 1300-1350 美元/盎司之间、COMEX 银价的主要波动区间在 14.4-15 美元/盎司之间。

投资策略建议：沪金银逢高沽空

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。