



2019年8月9日 星期五

避险需求支撑

金银将持续上行

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

要点

- 7月底美联储如期降息，但美国经济数据的走弱和贸易摩擦的再度升级加剧了市场对经济前景的担忧，市场对美国9月再度降息的预期加强。在目前美国经济的相对优势减弱的背景下，美元指数后期回调的概率加大，将对贵金属的走势形成支撑。由于美国实际利率已处于低位，继续大幅下行的空间有限，对贵金属的支撑会减弱，预计金银后期涨势会持续，但上涨斜率会走平。
- 短期来看，黄金白银的投机资金持仓已处于高位，在没有风险因素进一步助推的情况下，金银或面临短期回调风险，但回调幅度受限，预计会呈宽幅震荡格局。
- 中长期来看，全球经济的疲软和各国央行纷纷央行降息，给边际宽松的货币政策打开空间，同时也一定程度上加快美国降息节奏，这将利好贵金属价格。当前全球经济与政治风险增加，避险需求将支撑金价走势强于银价，金银比价在短期回调后还有望继续走高。
- 预计COMEX金价近一个月主要波动区间在1450-1550美元/盎司之间、COMEX银价的主要波动区间在16-18美元/盎司之间。
- 投资策略建议：沪金银逢低做多
- 风险因素：美联储加息节奏超预期，贸易摩擦缓和

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、 美联储降息靴子落地，再次降息将接踵而至	5
2、 中美贸易谈判再生波澜，令经济前景蒙阴	6
3、 欧元区经济持续疲软，重启宽松迫在眉睫	6
4、 全球央行步入降息潮	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、 期现及跨期价差变化	10
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：	13

图表目录

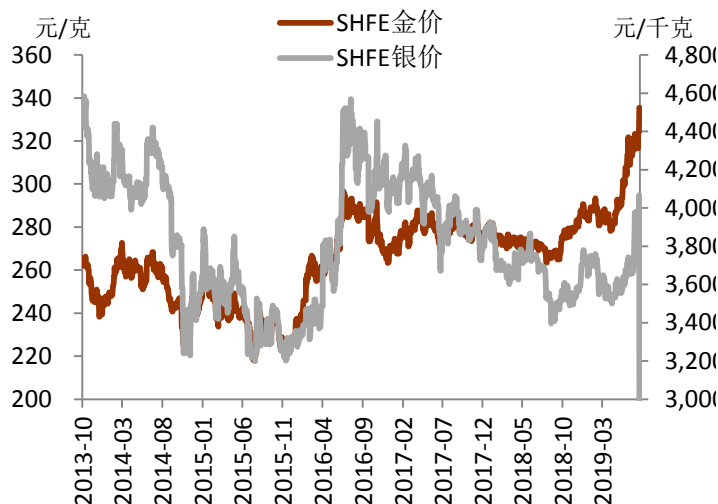
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	5
图表 4 金价与美国实际利率走势变化	5
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	7
图表 6 全球主要经济体经济意外指数	7
图表 7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化	7
图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化	7
图表 9 美国失业率变化	8
图表 10 金价与 VIX 指数变化	8
图表 10 美国 CPI 增速变化	8
图表 11 欧元区 CPI 增速变化	8
图表 11 COMEX 金银比价变化	9
图表 12 沪期金银比价变化	9
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	12
图表 21 CFTC 白银净多头持仓变化	12
图表 23 Comex 黄金库存变化趋势图	13
图表 24 Comex 白银库存变化趋势图	13
图表 25 Comex 黄金库存变化	13
图表 26 Comex 白银库存变化	13

一、贵金属行情回顾

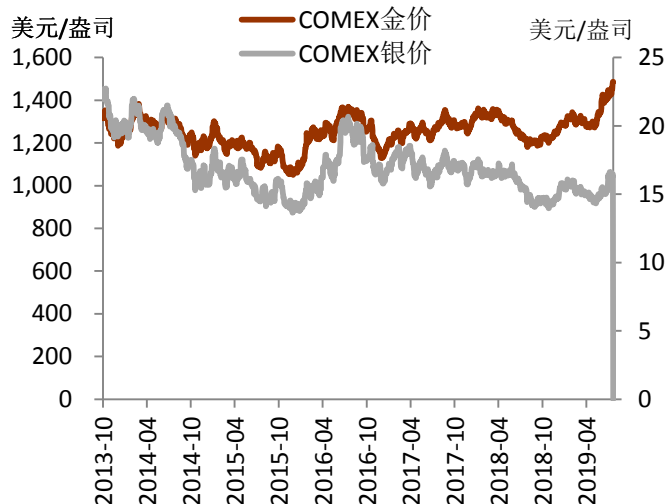
近两个月贵金属的价格走势非常耀眼。从 6 月份开始，先是金价在美联储降息预期及美元指数下挫的支撑下走出了一大波上涨行情，银价表现滞后，COMEX 金银比价持续上涨至 93 上方。7 月中旬开始银价修复式上涨，金银比价也从高位快速回调至 85 一线。7 月下旬，金银都保持高位震荡，等待美联储议息会议的落地。7 月 31 日美联储如期降息 25 个基点，紧接着公布的美国 7 月经济数据不及预期，以及美国总统特朗普威胁对中国商品加征关税，全球贸易风险再度上升，美联储进一步降息预期加强，美元继续重挫，美债收益率下跌，美股大跌，引发市场避险需求的爆发，贵金属价格强劲上涨。截至 8 月 7 日，COMEX 期金已上涨至 1510 美元/盎司上方，创 6 年新高；COMEX 期银已上涨至 17 美元/盎司上方，COMEX 金银比价重返 90 上方。

人民币兑美元离岸和在岸汇率在 8 月 5 日先后突破“7”的整数关口，叠加中美贸易摩擦再度升级，市场对人民币贬值的预期强烈，沪金银走势持续强于外盘。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

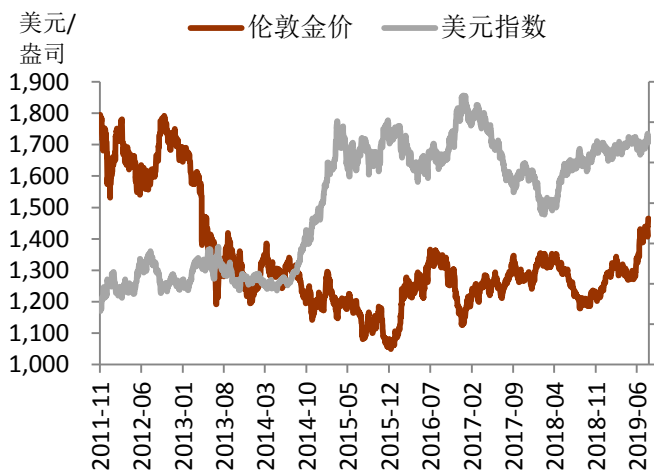


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势



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

贸易摩擦升级冲击全球经济前景，全球央行步入降息潮予以应对，同时美元逐步进入下行周期。这些因素都对贵金属价格形成支撑，我们继续坚定看好黄金中长期走势。

1、美联储降息靴子落地，再次降息将接踵而至

二季度美国 GDP 环比折年率初值为 2.1%，好于预期但较一季度 3.1% 大幅下滑 1 个百分点，证实了美国经济的走弱。此外，美国 6 月耐用品以及资本品订单均较初值下修，7 月 ISM 制造 PMI 降至 51.2，创下 2016 年 8 月以来的新低；消费方面，6 月个人消费支出环比 0.3% 符合预期，6 月核心 PCE 物价指数同比 1.6%，持平于前值但不及预期的 1.7%，而消费者信心指数维持高位，反映出美国二季度消费回暖以及关税对物价的推升作用。美国 7 月新增非农就业人数 16.4 万人，符合预期，但低于前值的 22.3 万人，显示劳动力市场正在走弱，劳动参与率回升至 63%，失业率依然维持在 3.7% 的低水平，劳动参与率上升而失业率未提升，表明就业市场整体仍然较为强劲。预计贸易摩擦的影响逐渐显现，美国经济将进一步走弱。

备受市场关注的 7 月议息会议上，美联储决定下调其基准利率 25 个基点至 2% 到 2.25% 的目标区间，并将于 8 月 1 日提前结束缩表计划。这是美联储自 2008 年 12 月以来的首次降息，降息操作符合市场预期，而提前结束缩表略超出市场预期。在声明中，美联储表示此次降息决定是由于全球发展对美国经济前景的影响，以及美国国内疲软的通胀压力。此次议息会议总体不及市场预期的鸽派。随着美国经济基本面的回落，预防式降息向衰退式降息的切换，我们预计年内美联储可能还会有 2 次降息。

2、中美贸易谈判再生波澜，令经济前景蒙阴

特朗普 8 月 1 日突然宣布，将在 9 月 1 日开始对进口自中国的最后 3000 亿美元商品加征 10% 的关税。中国相关企业已暂停采购美国农产品作为回应。中美贸易摩擦再度升级加大对美国经济下行的担忧，市场再度将 9 月降息预期接近打满。全球贸易摩擦仍在发酵，中美关税争端进一步升级，韩日互相将对方移出可享受贸易便利的“白色清单”。持续的贸易摩擦令经济前景蒙阴，市场风险偏好降低，美元指数下挫，助推了贵金属的涨势。

8 月 5 日，人民币对美元离岸和在岸汇率纷纷“破 7”。这对于释放人民币汇率的弹性以应对经济下行压力，中美贸易谈判的短期博弈，巩固市场对人民币波动的适应力都大有裨益。目前国内金融风险总体可控，国际收支稳定，跨境资本流动大体平衡，外汇储备充足，这些都为人民币汇率提供了根本支撑。央行具有足够的工具和条件避免汇率超调、避免大规模的资本外流。人民币兑美元汇率不会出现一路贬值。长期来看，由于中国经济韧性、物价稳定、系统性风险得以控制和人民币国际化程度增强，人民币具备升值基础。

3、欧元区经济持续疲软，重启宽松迫在眉睫

受贸易摩擦、全球经济增长放缓以及英国脱欧“久拖不决”等因素的影响，欧元区经济持续疲软。欧元区二季度 GDP 环比增长 0.2%，比一季度环比增幅放缓 0.2 个百分点；同比增长 1.1%，较一季度增幅放缓 0.1 个百分点。二季度 GDP 增速回落至 5 年来低位，显示经济增长动能再度放缓，欧央行重启宽松迫在眉睫。和此前经济疲弱集中在德国和意大利不同，2 季度初步数据显示，增长放缓向更多国家扩散，法国（2 季度的 0.24% vs. 1 季度的 0.32%），意大利（0.0% vs. 0.13%），西班牙（0.47% vs. 0.67%）均有减速。

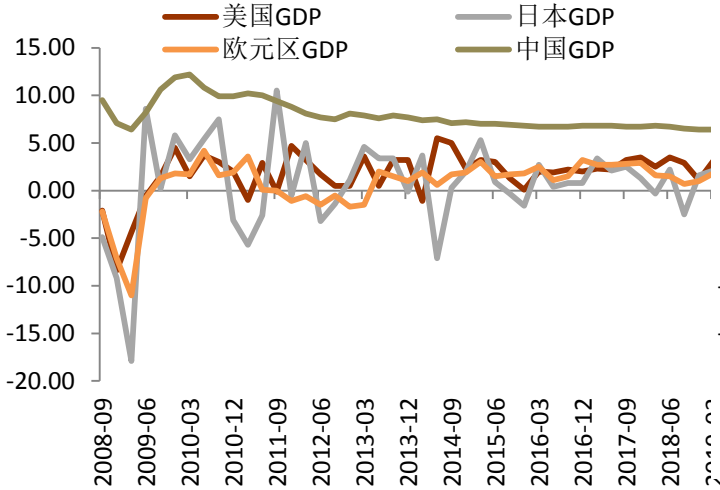
欧元区制造业持续疲软，7 月制造业 PMI 终值为 46.5，已连续 6 个月处于 50 下方的萎缩区间，这表明欧元区制造业正在快速度萎缩。但经济动能的回落尚未影响就业市场。6 月欧元区失业率为 7.5%，是 2008 年 8 月以来的历史最低点。当前的欧洲经济陷入了低失业、低通胀的困境，劳动力市场的提振无法有效改善通胀、促进经济发展。欧元区 7 月未季调 CPI 年率初值 1.1%，符合预期，但较 6 月有所回落，距离 2% 的目标十分遥远，货币政策进一步宽松是大势所趋。不过当前欧洲央行行长面临换届，货币政策的调整或仍需等待。

4、全球央行步入降息潮

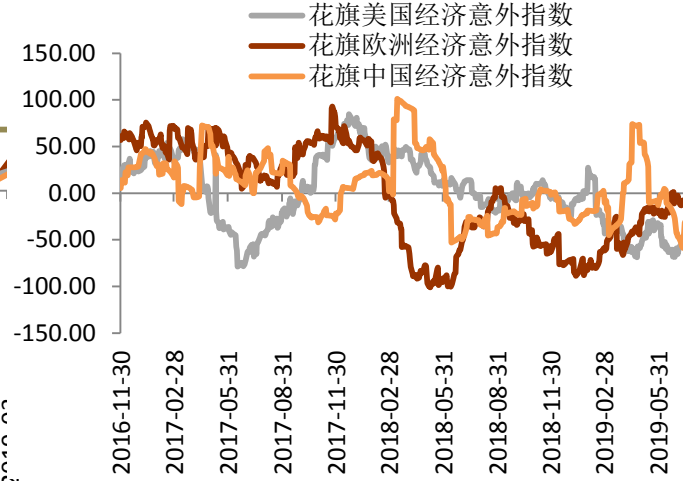
贸易摩擦冲击全球经济前景，7 月 IMF 再次下调全球经济增长预期，2019 年和 2020 年世界经济增速预计分别为 3.2% 和 3.5%，较今年 4 月的预测值均下调 0.1 个百分点。各央行纷纷通过货币宽松方式予以应对。虽然近期欧央行、英国央行和日本央行维持了基准利率水平不变，但在全球经济动能放缓的背景下，全球降息潮已至，今年年初至今已有 20 多个国家宣布降息。7 月底美联储如期降息进一步确认全球降息潮。在总需求不足，贸易战

横行的国际环境下，以邻为壑的货币政策逐步进入现实，竞相宽松和贬值的环境将进一步助推黄金涨势。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

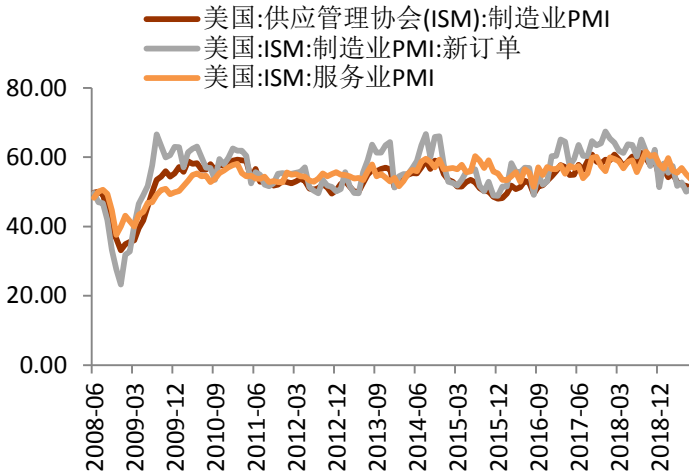


图表 6 全球主要经济体经济意外指数

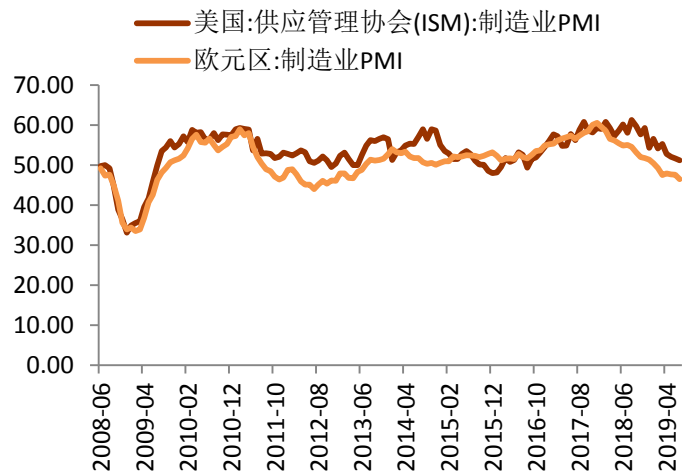


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化

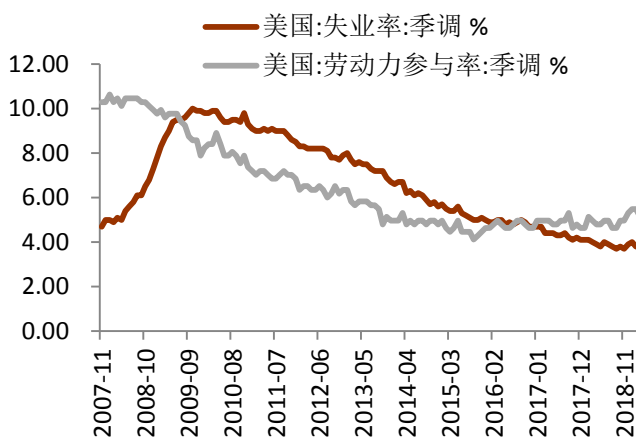


图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化

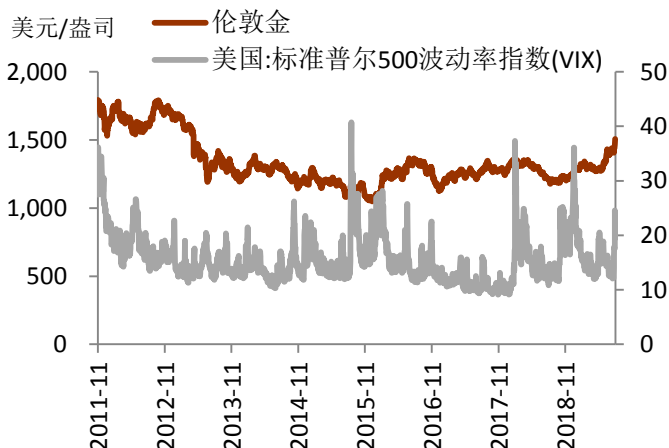


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 9 美国失业率变化



图表 10 金价与 VIX 指数变化

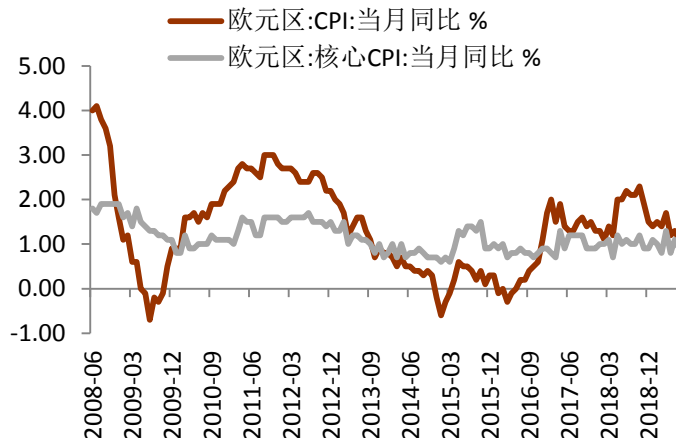


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 10 美国 CPI 增速变化



图表 11 欧元区 CPI 增速变化



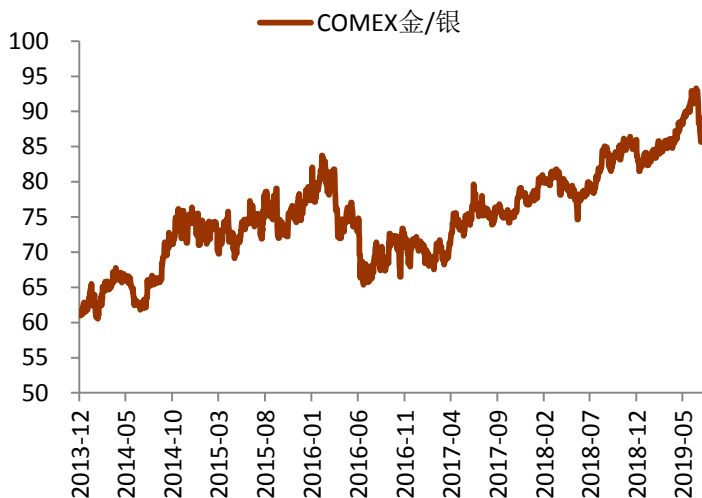
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

因避险需求的提振,今年黄金价格的走势持续强于白银,COMEX 金银比价不断走高,并在 6 月初突破 90。7 月中旬开始,白银价格出现修复式上涨,金银比价快速回调至 85 一线。而后因美国经济数据的恶化及贸易摩擦升级提振避险情绪,金价的走势再度强于白银,金银比价上涨至 93 附近,为 20 多年的高位。我们在之前的专题报告中分析过,中长来看,金银比价并不存在均值回归的规律。对于金银比价的套利,更合适用逻辑套利思想来指导交易。在目前全球经济前景恶化、贸易摩擦升级的背景下,避险需求将支撑金价走势持续强于银价,预计金银比价在短期回调后仍在不断走高,后期甚至可能突破 1991 年初 98 的历史高点。

图表 11 COMEX 金银比价变化



图表 12 沪期金银比价变化

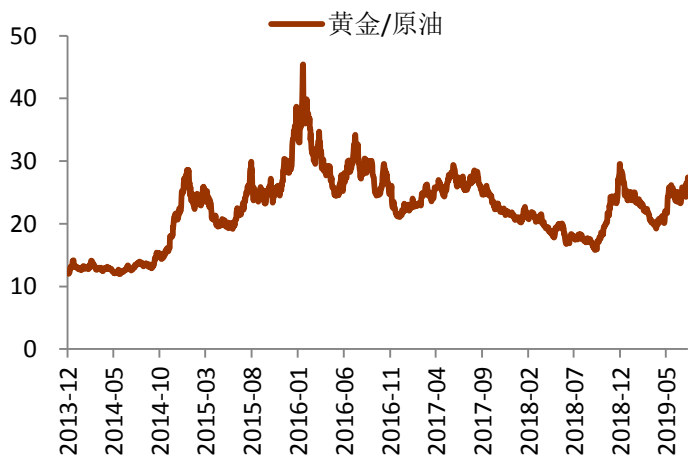


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

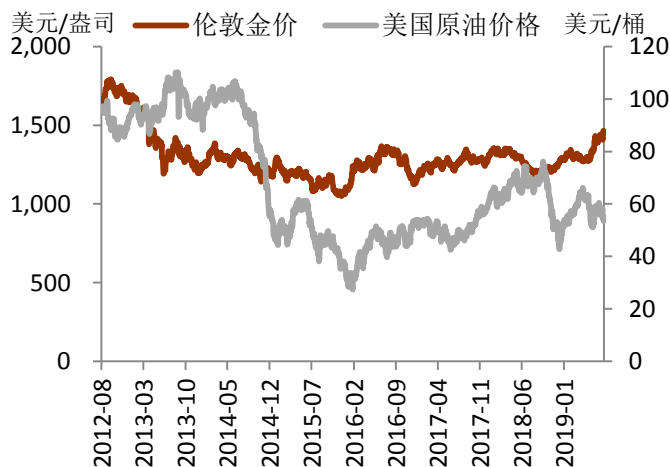
2、黄金原油比价变化

近期金融市场波动加大，原油价格的波动率明显加强。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 原油期货价格再度回落至 50 美元/桶一线。整体看来，原油价格仍处于相对较低的位置，目前黄金原油的比价回升到至 25 上方，处于中值范围。在目前的环境下，原油的需求端会大概率走弱，而供应端还受到页岩油成本快速下降的挤压，全球最大的原油消费国美国已转变为进出口国，原油价格难言乐观。预计黄金原油的比价重心会继续上移。

图表 13 原油/黄金比价变化



图表 14 金价与油价走势对比



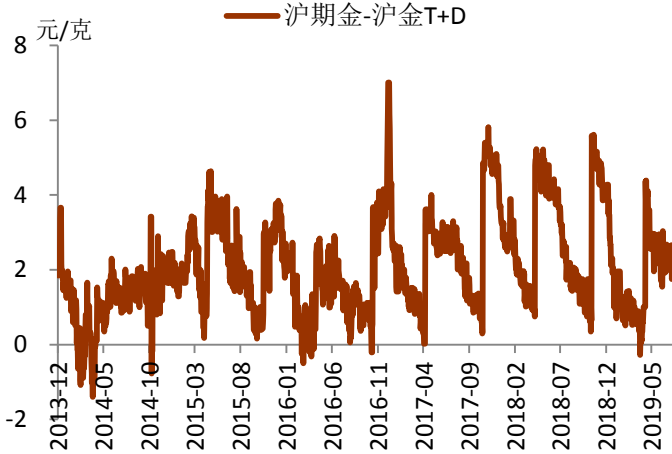
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

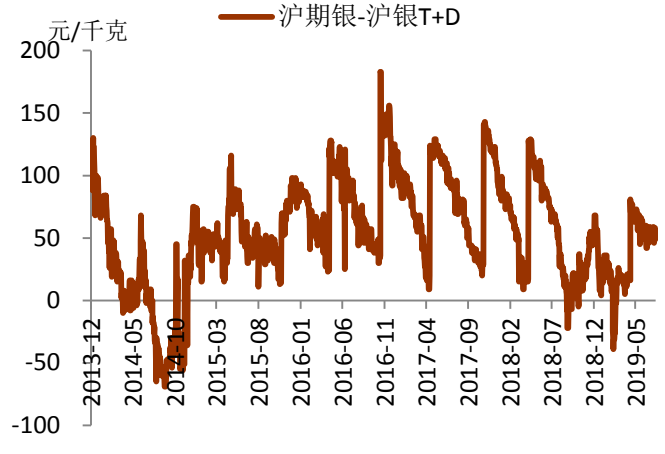
5月主力资金的移仓换至1912合约之后，沪金银主力合约与现货价格的价差呈现规律性缩小的趋势。但进入8月，人民币兑美元汇率出现明显贬值，沪金银主力合约与现货价格之间的价差的收缩不及往年。

8月5日，在人民币7破引发的强烈贬值预期的影响下，沪期金1912合约与2006合约一度达到-4.8元/克，出现了难得的跨期套利的机会。

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

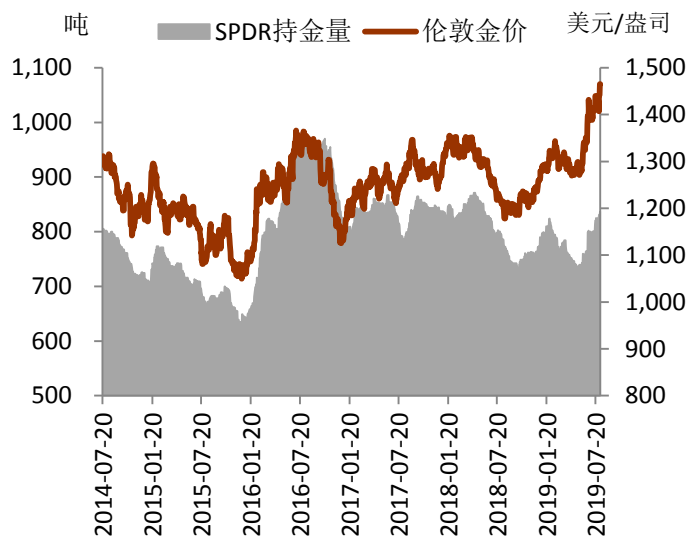
金银短期价格的变化会受到资金流向的直接影响。全球经济前景的恶化使得市场避险需求增加，随着近期金银价格的走高，黄金白银的ETF持仓量都同步增加，近一个月白银ETF的持仓快速增加。截止8月6日，全球最大的黄金ETF-SPDR的黄金持有量为837吨，波上月增加4.82%，全球最大的白银ETF- ishares的白银持有量为11163吨，比上月增加10%。

图表 17 贵金属 ETF 持仓变化

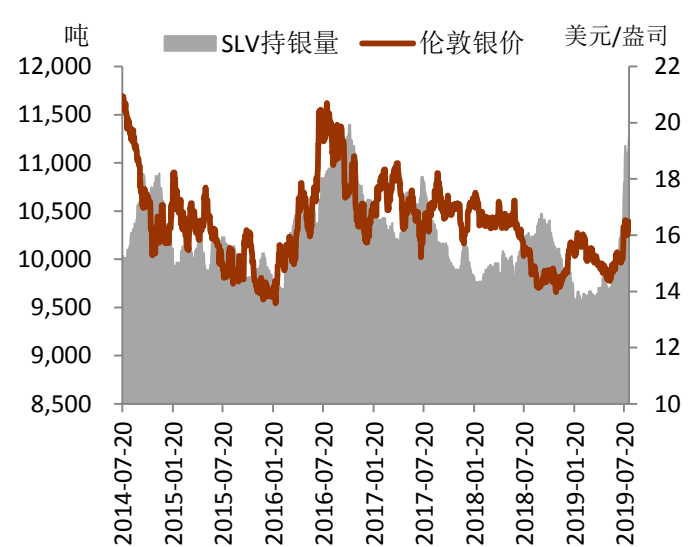
单位：吨	2018/8/16	2019/7/4	2019/8/6	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2121.76	2308.74	2378.64	70	3.03%	257	12.11%
SPDR 黄金持仓	788.71	798.44	836.92	38	4.82%	48	6.11%
ETF 白银总持仓	16503.21	16654.68	18512.11	1857	11.15%	2009	12.17%
ishares 白银持仓	10246.51	10144.46	11163.44	1019	10.04%	917	8.95%

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

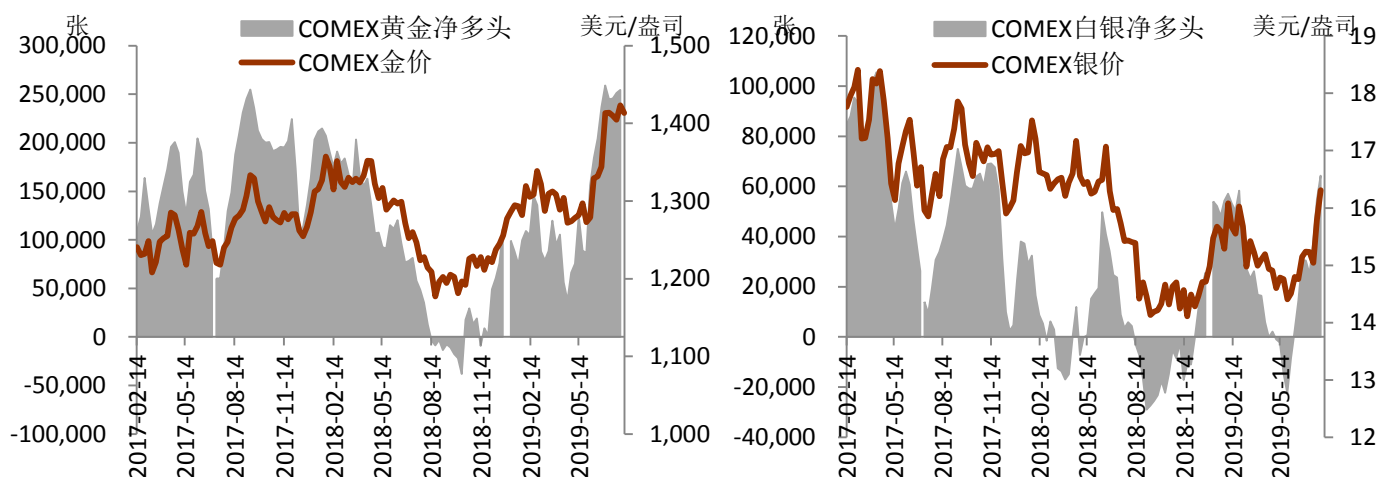
5、CFTC 持仓变化

ETF 的持仓只是被动性跟涨，代表着投机资金动向的 CFTC 的 COMEX 期货非商业性持仓的变化更具预测性。黄金白银的价格与 COMEX 黄金白银期货净多头合约的变化存在非常显著的正相关性。COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓，从 4 月份就开始持续增加。而白银的非商业净多持仓 6 月份才由负转正，近期也明显增加。

截至 7 月 30 日当周，COMEX 黄金期货多头增仓 333 手至 312214 手，COMEX 黄金期货空头减仓 2805 手至 57826 手，非商业净多头寸增仓 3138 手至 254388 手，保持在近两年的高位。而 COMEX 白银期货合约的非商业性净多头寸增加至 64297 手，也为今年以来的高位。投机资金的持仓变化是助推行情的直接因素，这也从资金层面解释了银价近期大幅上涨的原因。相对于黄金的持仓，白银的持仓目前还处于相对健康的水平，所以后期白银可能出现修复性上涨，走势会更乐观。

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

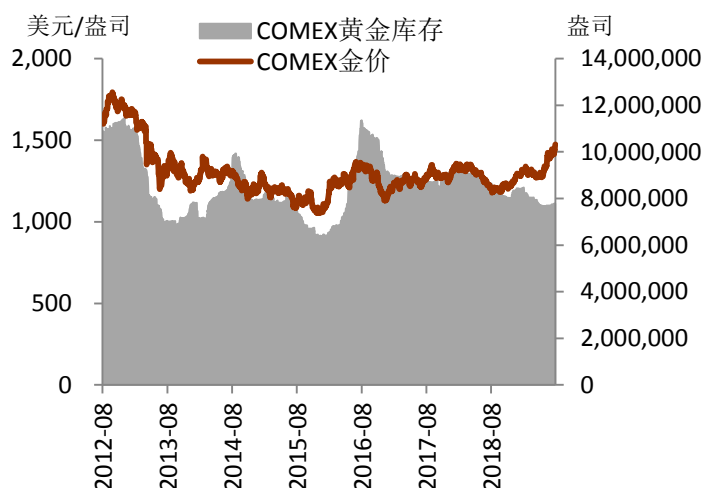
库存方面，整体而言，随着黄金价格的上涨，COMEX 黄金的库存小幅下降。而 COMEX 的白银的库存却伴随白银价格的上涨而下降，反而持续增加。近几年，全球白银的显性库存都在持续增加，已创 20 多年新高。目前 COMEX 白银库存超过 3 亿盎司，为 24 年高位。国内的白银交易所库存也创新高，为 4400 多吨。特别是上海黄金交易所的白银库存持续大增，已超过 3000 吨。库存是消费的直观体现，库存高位也验证了白银的消费差。从商品属性来看，后期白银并不具备比黄金更强的上涨动能。

图表 22 COMEX 贵金属库存变化

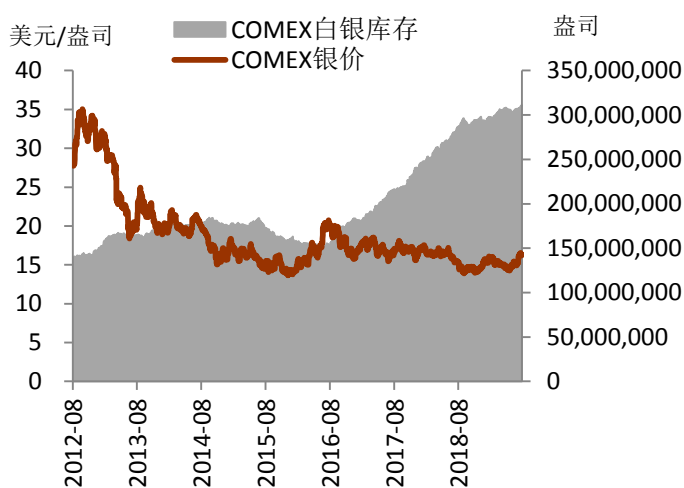
	2018/8/7	2019/7/5	2019/8/6	较上月增 减	变化 率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	8641420	7696680	7782437.49	85757	1.11%	-858983	-9.94%
白银(千盎司)	286105.8	306575	310915.81	4341	1.42%	24810	8.67%

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

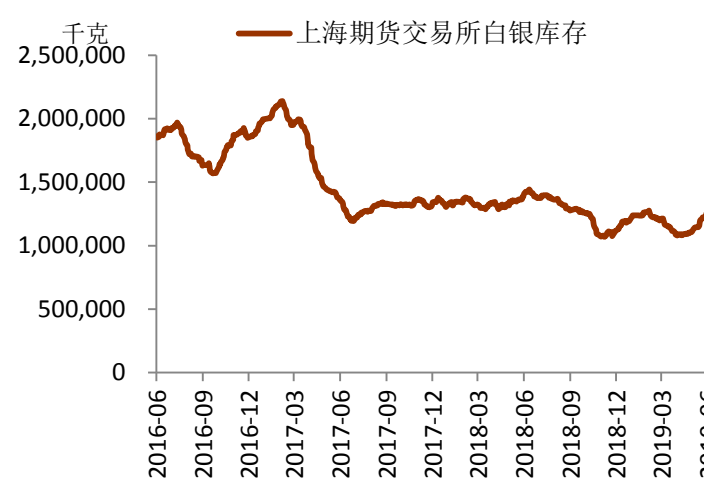


资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 25 Comex 黄金库存变化



图表 26 Comex 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：

7 月底美联储如期降息，但美国经济数据的走弱和贸易摩擦的再度升级加剧了市场对经济前景的担忧，市场对美国 9 月再度降息的预期加强。在目前美国经济的相对优势减弱的背景下，美元指数后期回调的概率加大，将对贵金属的走势形成支撑。由于美国实际利率已处于低位，继续大幅下行的空间有限，对贵金属的支撑会减弱，预计金银后期涨势会持续，但上涨斜率会走平。

短期来看，黄金白银的投机资金持仓已处于高位，在没有风险因素进一步助推的情况下，金银或面临短期回调风险，但回调幅度受限，预计会呈宽幅震荡格局。

中长期来看，全球经济的疲软和各国央行纷纷央行降息，给边际宽松的货币政策打开

空间，同时也一定程度上加快美国降息节奏，这将利好贵金属价格。当前全球经济与政治风险增加，避险需求将支撑金价走势强于银价，金银比价在短期回调后还有望继续走高。

预计 COMEX 金价近一个月主要波动区间在 1450-1550 美元/盎司之间、COMEX 银价的主要波动区间在 16-18 美元/盎司之间。

投资策略建议：沪金银逢低做多

风险因素：美联储加息节奏超预期，贸易摩擦缓和

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。