



2019年10月10日 星期四

## 金银易涨难跌

### 白银或更加闪耀

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

#### 要点

- 贸易摩擦对全球经济的负面影响持续显现，全球货币政策继续处于降息潮过程中。美国经济已经见顶数据继续走弱。虽然最新公布的9月会议纪要再次证实了FOMC委员们的观点存在分歧，但应对日益疲软的数据，预计美联储将在12月底之前至少再降息一次。欧央行重启第二次QE，但经济前景进一步恶化，货币政策宽松的效果会边际递减，未来需要更加宽松的财政政策来支持。
- 中长期来看，在全球经济前景不佳，越来越多的国家降息并进入负利率的背景下，作为零息资产的贵金属必然是资产配置中的优先选择。我们继续坚定看好黄金中长期走势。
- 贵金属在经历了9月份的调整之后，近期持续走弱的各国经济数据提振了市场的避险情绪，金银止跌反弹，并有望持续震荡上行。而微观角度来看，目前白银的交易活跃度很强，且持仓更加健康，预计弹性更大的白银将呈现更强的走势。
- 预计COMEX金价近一个月主要波动区间在1500-1560美元/盎司之间、COMEX银价的主要波动区间在17-19.5美元/盎司之间。
- 投资策略建议：沪金银逢低做多，或短期做空金银比价
- 风险因素：中美贸易摩擦超预期缓和

## 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、数据萎缩美国经济见顶，美联储分歧凸显.....	5
2、欧央行重启第二轮 QE，经济前景或进一步恶化.....	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.....	8
3、 期现及跨期价差变化.....	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
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 .....	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 .....	12
图表 24 COMEX 白银库存变化 .....	12
图表 25 上海黄金交易所白银库存变化 .....	12
图表 26 上海期货交易所白银库存变化 .....	12

## 一、贵金属行情回顾

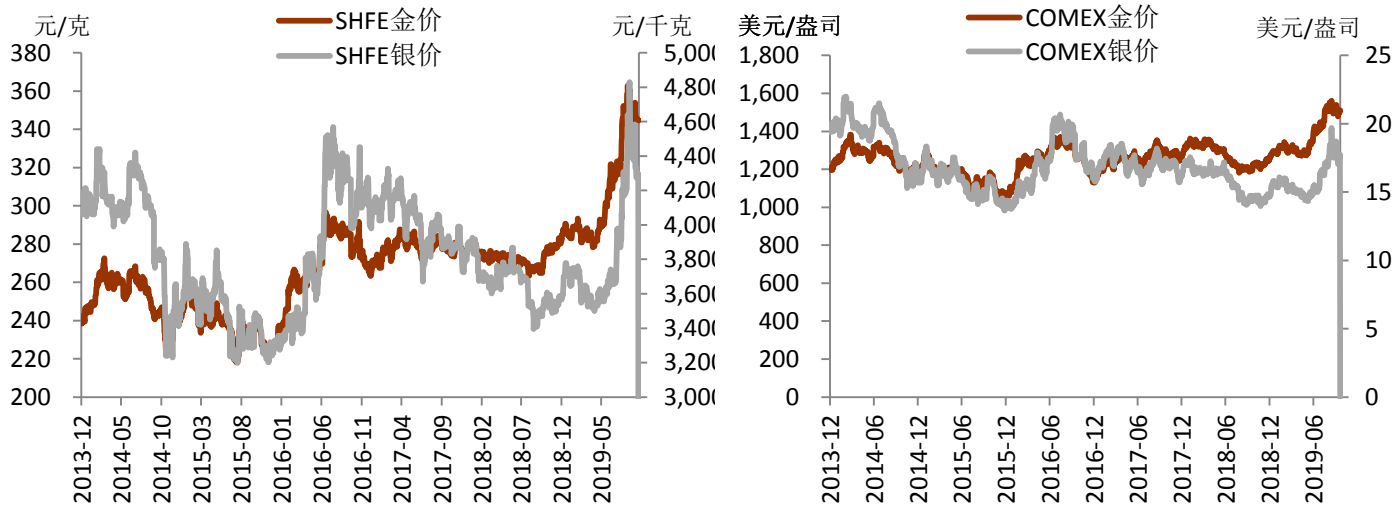
9月贵金属价格呈冲高回落的走势。因美国的公布的8月美国疲弱的制造业数据加剧人们对经济下滑的担忧，9月初贵金属延续之前的升势继续走高，国际金价在9月4日盘中再度刷新6年多以来的又一新高1557.10美元/盎司；国际白银价格强势上攻至19.75美元/盎司，距20美元的关口仅一步之遥。之后由于市场避险情绪降温、加之高位获利盘打压，价格持续回调，不过金价的回调幅度很有限，9月中旬国际金价基本在1500美元上下维持区间震荡走势，而白银价格快速回落至17.5美元/盎司。9月下旬欧元区经济疲弱再度引发避险升温，贵金属价格再度反弹，金价在反弹几个交易后再度回落，月底回调至1500美元下方，COMEX金价月度跌幅为3.33%；而白银价格大幅回调，月度跌幅为7.82%。

人民币兑美元汇率在9月先升后贬，国内贵金属价格跟随外盘重心下移，但金银价格的跌幅均略小于外盘。

进入10月，受美国经济数据再度走弱市场避险情绪抬升影响，近期金银价格温和上涨，金价返回1510美元/盎司的上方运行。

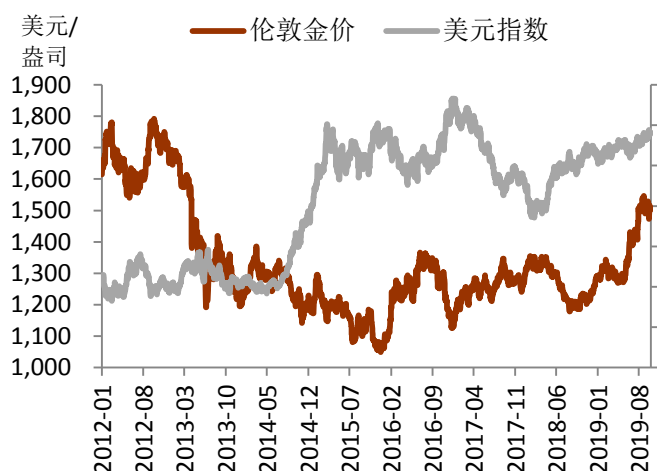
图表1 近5年SHFE金银价格走势

图表2 近5年COMEX金银价格走势

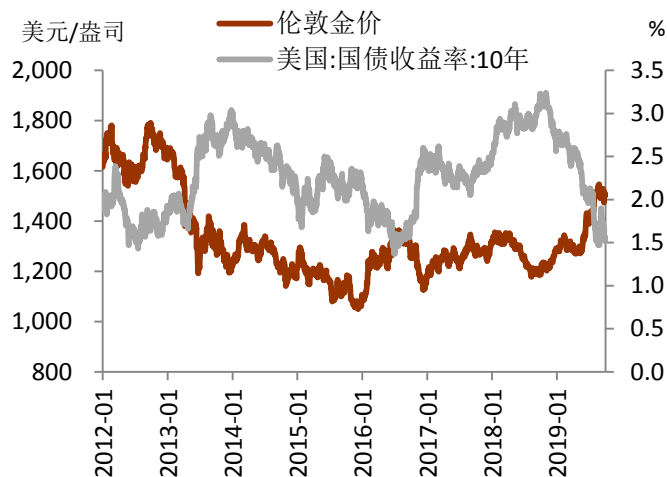


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

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, 各国经济增速纷纷下滑, 全球央行步入降息潮予以应对, 再加上地缘政治风险频发, 这些因素都对贵金属价格形成支撑。我们坚定看好贵金属中长期走势。

### 1、数据萎缩美国经济见顶, 美联储分歧凸显

贸易摩擦对全球制造业产业链造成的破坏持续显现。美国9月的制造业PMI跌至10年来新低47.8, 服务业活动指数也跌至3年新低52.6。消费支出作为美国经济增长的主要动力, 近期也放缓至温和增长。这些数据的超预期下滑显示美国经济已见顶回落, 市场对美国经济衰退的担忧情绪加剧。最新劳动力市场数据也显示放缓迹象。9月非农就业数据低于预期: 美国9月季调后非农就业人口增长13.6万人, 连续第3个月下滑, 较去年4季度均值水平23.3万人缩减超40%。虽然失业率降低至近50年低位3.5%, 但薪资收入没有改善, 时薪收入环比下滑0.04%; 时薪的下滑, 也导致周薪同比由2.9%降至2.6%。薪资增速的下滑给私人消费带来担忧, 或将导致美国私人消费增速下滑、拖累美国经济进一步下行。

美联储在9月如期降息, 但美联储主席鲍威尔却发表了偏鹰派的言论, 这一度让市场对未来降息之路扑朔迷离。最新公布的美联储9月会议纪要显示, 多数决策者在9月会议上支持降息的必要性, 但对未来货币政策路径的看法仍存在严重分歧。决策者认同, 在短期货币市场出现动荡之后, 联储很快需要讨论是否要扩大资产负债表规模。美联储的一些决策者也表达了他们的担忧, 认为市场对美联储降息幅度的预期超出了央行的计划。会议纪要再次证实了FOMC委员们的观点存在分歧。美联储将继续对日益疲软的数据作出反应, 预计美联储将在12月底之前至少再降息一次。

随着全球经济下行压力的加大，各国央行继续降息。澳大利亚、印度等央行在近期继续降息，均是今年以来多次降息的延续，全球货币政策继续处于降息潮过程中。

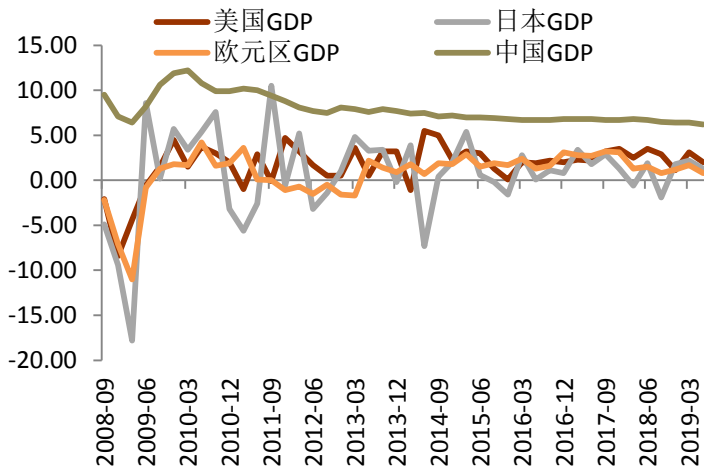
## 2、欧央行重启第二轮 QE，经济前景或进一步恶化

欧洲央行 9 月的议息会议可以看作是欧元区宽松周期的开始，宽松力度超市场预期。会议宣布：将存款利率下调 10bp 至 -0.5%，同时重启第二轮 QE，下调 TLTROIII 利率，比市场预期更加鸽派。与此同时，欧央行下调了 2019 年和 2020 年经济增长预期：从之前 1.2%、1.4% 下调至 1.1%、1.2%。同时通胀预期从 1.3%、1.4% 下调至 1.2%、1.3%。欧央行采取一系列宽松工具主要原因有：一是欧元区经济的持续放缓实际上比预期更加明显；二是欧元区的地缘政治导致的贸易下滑并有持续下滑的预期；三是目前通胀和潜在通胀预期均处于低位，且通胀预期在向下修正。尽管目前欧元区失业率处于次贷危机之后的历史低位，劳工成本也处于波动上升的阶段，但通胀仍然难有起色，CPI 近几个月一直处于 1% 上下，距离 2% 的通胀目标差距很大。

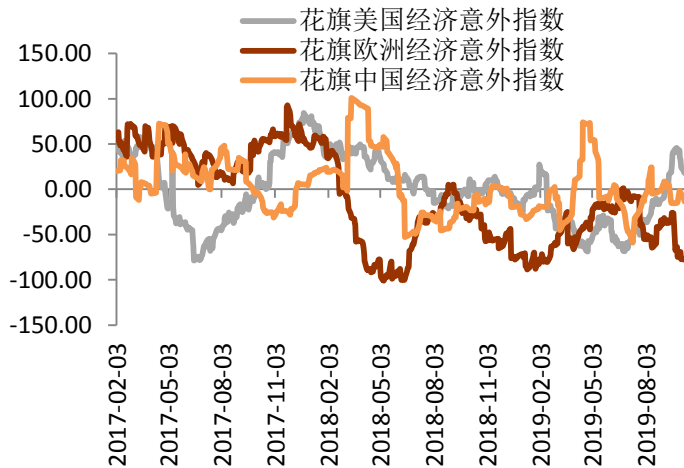
欧元区制造业收缩进一步加深，并在向服务业蔓延。最近公布的欧元区和德国 PMI 创下 2012 年以来新低。欧元区 9 月制造业 PMI 终值录得 45.7，已持续 8 个月保持在荣枯线以下，创下 2012 年 10 月以来的最低水平。德国制造业 PMI 为 41.7，也为 2012 年以来低点。欧元区 9 月服务业 PMI 指数从上月的 53.5 下降至 52.0。服务业放缓是一个较为危险的信号，制造业持续处于收缩区间，通过对就业、消费者信心的负面冲击，均可能向服务业传导。而欧美贸易关系也更加紧张，预计欧元区 3 季度实际 GDP 环比增速将从 2 季度 0.2% 的低位进一步下滑。预计欧央行将继续扩张货币宽松。但货币政策宽松的效果会边际递减，而继续宽松的空间有限，未来欧洲需要更加宽松的财政政策来支持。

英国政府在寻求延期脱欧。10 月 2 日英国政府向欧盟递交了新的脱欧协议，较之前做出了一定的退让。随后英国政府在文件中首次明确，如果 10 月中旬仍无法与欧洲联盟达成新的英国脱离欧盟协议，约翰逊将致信欧盟，寻求延期“脱欧”。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

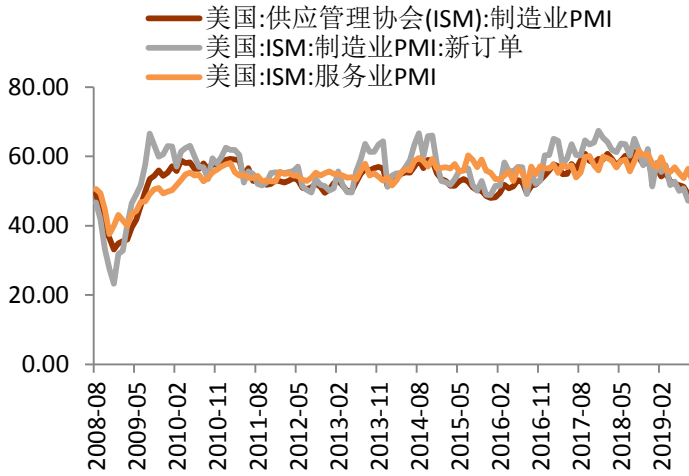


图表 6 全球主要经济体经济意外指数

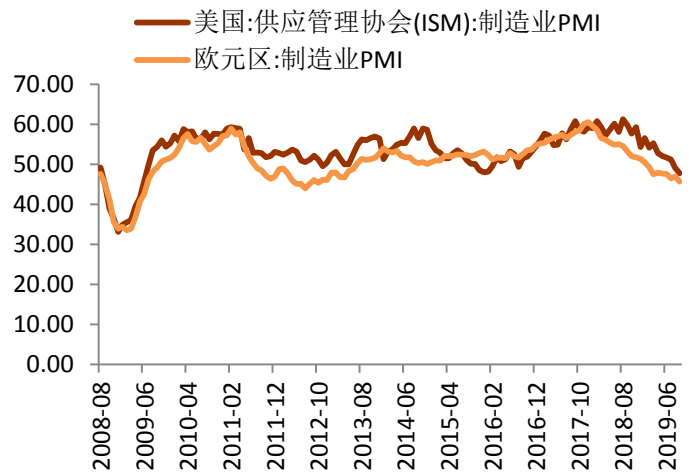


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化

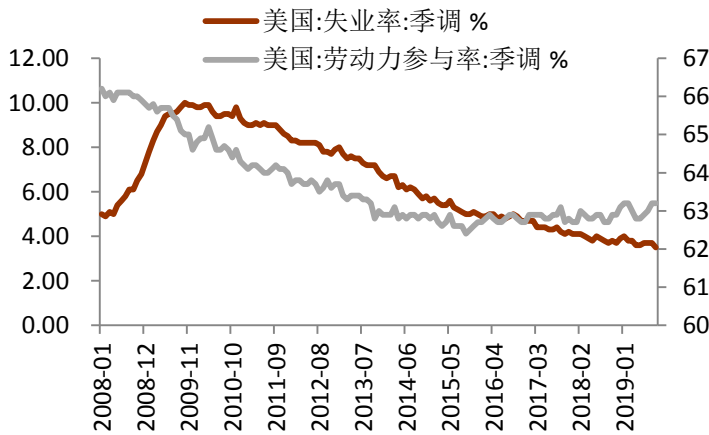


图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化

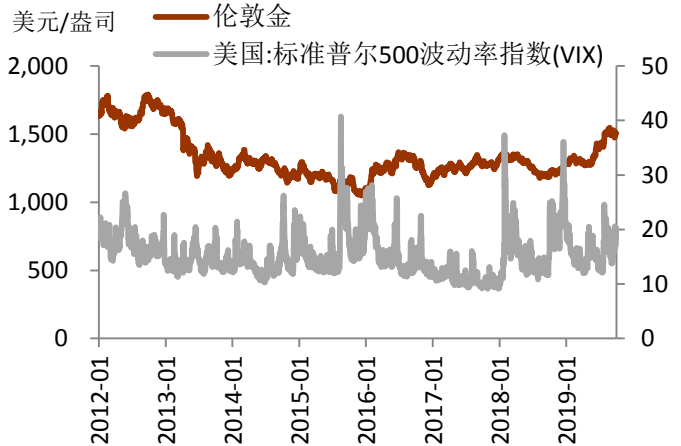


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

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

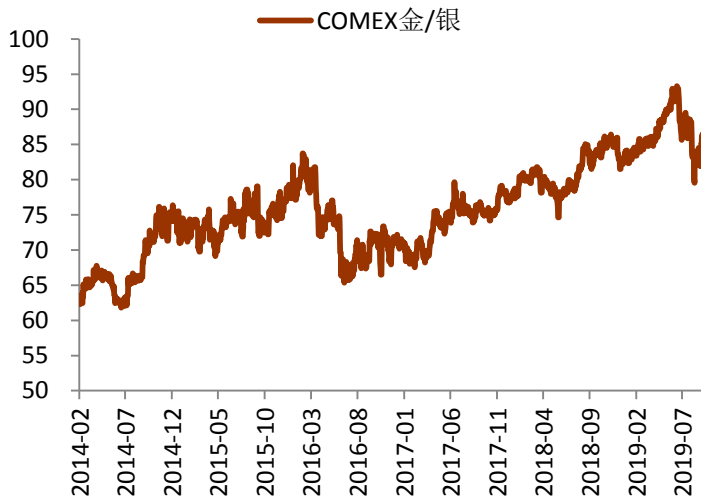
#### 1、金银比价变化

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。从7月中旬开始，白银价格出现修复式上涨，金银比价持续回调，最低至79一线。9月贵金属价格出现回调，而弹性更大的白银跌幅大，金银比再度走高，目前在85一线。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，预计金银比价在后市仍在不断走高。

目前白银的活跃性明显提升，然而一旦贵金属重复涨势，白银价格涨幅则会超过黄金，短期金银比可能出现回落。

图表 11 COMEX 金银比价变化

图表 12 沪期金银比价变化



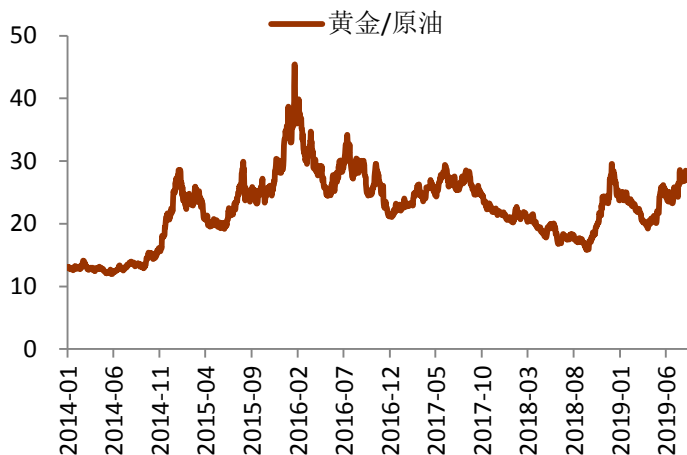
资料来源：Wind，铜冠金源期货

#### 2、黄金原油比价变化

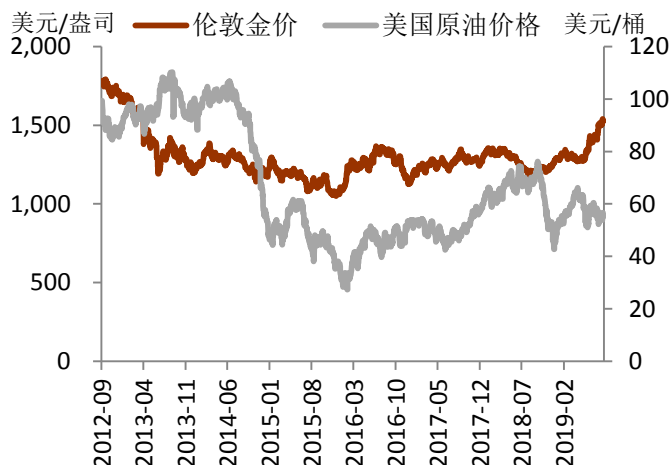
9月NYMEX原油期货价格呈冲高回落走势。在9月初沙特油田遭受袭击的冲击下原油价格一度跳涨，但沙特很快就恢复生产，市场重新评估定价，关注点再度转移需求端的经济下滑会导致需求减少的担忧上来。NYMEX原油期货价格持续下跌至50美元/桶一线。目前黄金原油的比价回升到至28上方，处于中值范围。在当前的环境下，原油的需求端会大概率走弱，而供应端还受到页岩油成本快速下降的挤压，原油价格难言乐观。而黄金价格继续看好，预计黄金原油的比价重心会继续上移。



图表 13 原油/黄金比价变化



图表 14 金价与油价走势对比



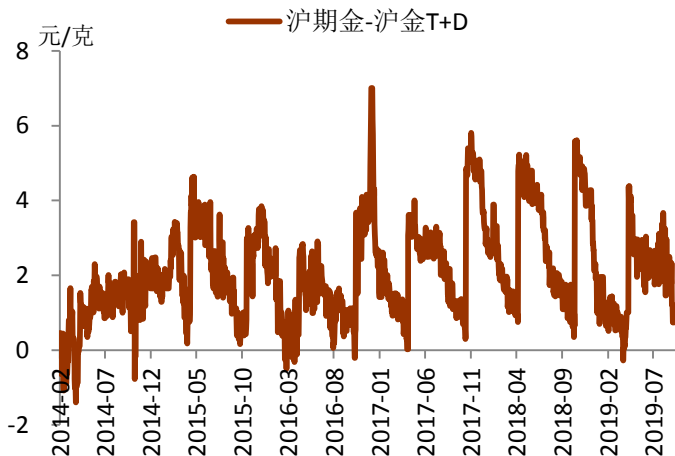
资料来源：Wind，铜冠金源期货

### 3、期现及跨期价差变化

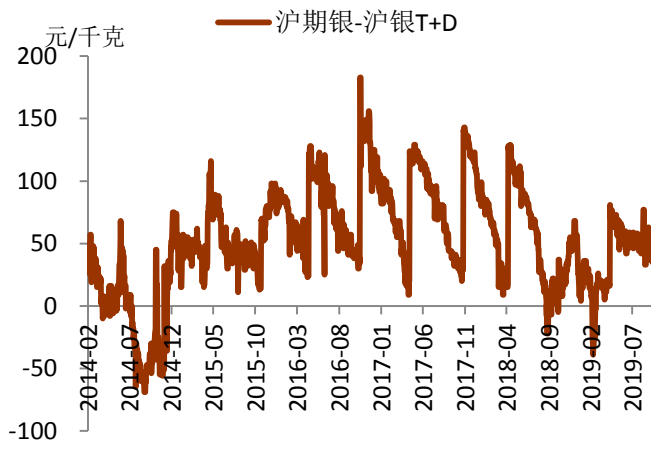
人民币兑美元汇率在 8 月贬值并破“7”之后，9 月人民币波动率降低使得贬值预期减弱，在加上时间的推移期现价格规律性缩小，沪银主力合约与黄金 T+D 现货之间的价差出现明显回落目前在 1-2 元/克，属于正常范围。沪银主力合约与白银 T+D 现货的价差也由 70 上方回归至 30-40 元/千克。

近期中美贸易关系有所缓和，国家领导将再度赴美谈判，预计人民币兑美元汇率会相对稳定，后期沪金银的期现价差都会出现回归。

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

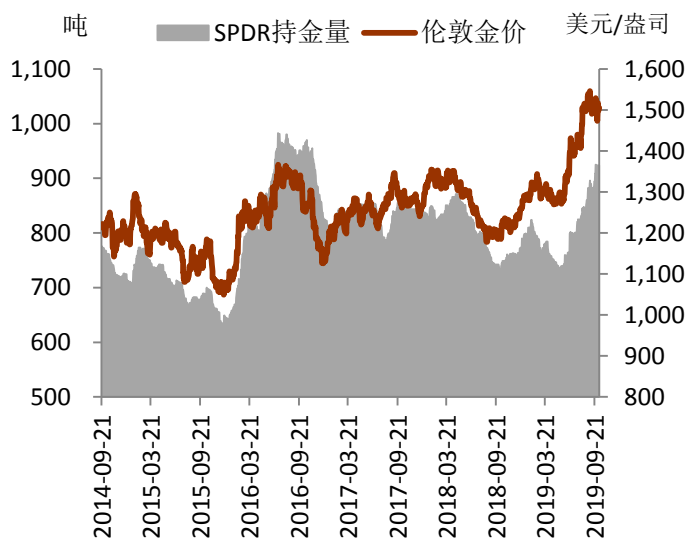
全球经济前景的恶化使得市场避险需求增加，今年黄金白银的 ETF 持仓量都近期金银价格的走高同步大幅增加。特别是黄金 ETF，尽管金价在 9 月从高位回落，但投资者仍然疯狂买入黄金 ETF。据世界黄金协会(WGC)10 月 8 日发布的报告称，全球黄金 ETF 持有量和类似产品在 9 月增加了 75.2 吨至 2808 吨，为历史最高水平。这一数量超过了 2012 年底的水平。截止 10 月 8 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持有量为 924 吨，较上月增加 3.8%，为连续四个月增加，同比增加 26.5%；全球最大的白银 ETF- ishares 的白银持有量为 11928 吨，比上月减少 1%，停止了连续两个月增加的趋势，但同比仍然增加 14.6%。

图表 17 贵金属 ETF 持仓变化

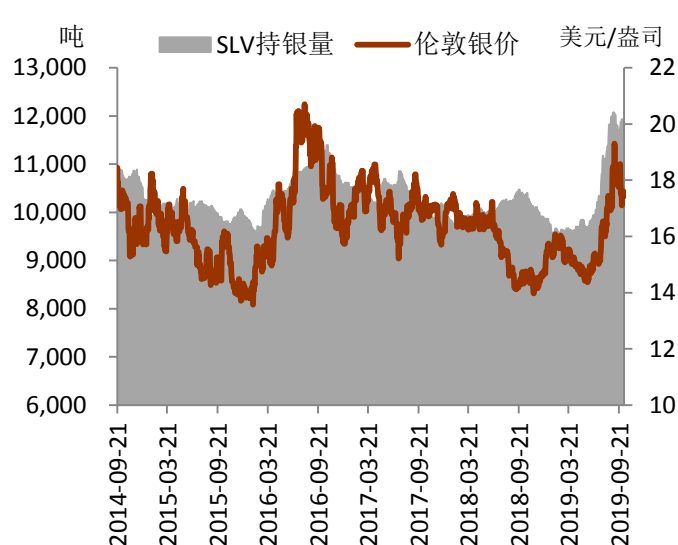
单位：吨	2018/10/18	2019/9/5	2019/10/8	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2113.50	2465.32	2538.22	73	2.96%	425	20.10%
SPDR 黄金持仓	730.17	889.75	923.76	34	3.82%	194	26.51%
ETF 白银总持仓	16907.54	19844.02	19588.53	-255	-1.29%	2681	15.86%
ishares 白银持仓	10413.18	12050.93	11927.88	-123	-1.02%	1515	14.55%

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

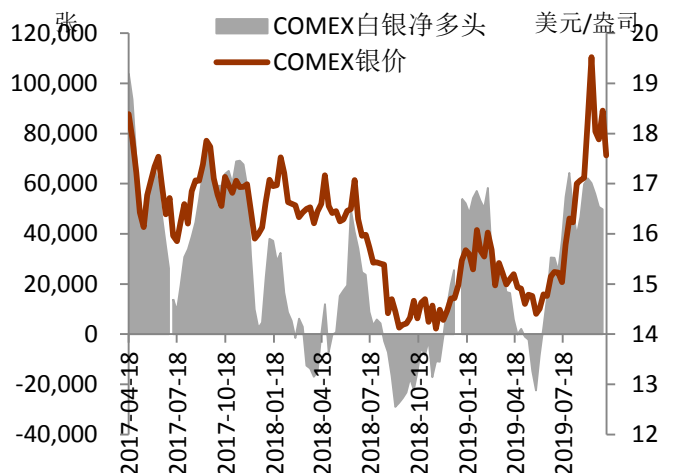
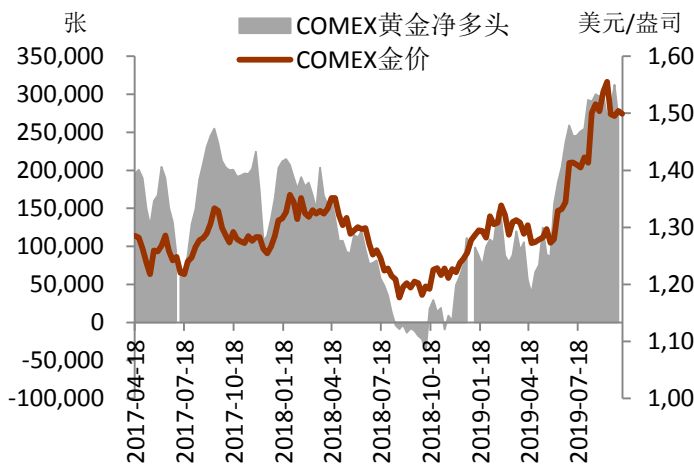
黄金白银的价格与 COMEX 黄金白银期货净多头合约的变化明显正相关性。投机资金的持仓变化是助推行情的直接因素，这也从资金层面揭示了近期银价走势抢于金价的原因。9 月金银价格回落，黄金白银的非商业性净多持仓都从 9 月初的高点下降。在截至 10 月 1

日当周，COMEX 黄金期货的非商业性净多头持仓为 268993 手，而 COMEX 白银期货的非商业性净多头寸持仓为 49152 手，都较前期下降。

目前黄金白银的非商业性持仓仍处于高位，而白银的持仓相对更健康，预计后期白银价格的涨幅更大。

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

虽然今年金银价格大幅上涨，但黄金的库存并没有出现明显的变化，白银的库存增幅放缓。截至 10 月初，COMEX 黄金期货的库存为 819 万盎司，环比小幅增加 1.2%，较去年同比增加 0.33%；而 COMEX 白银期货的库存则为 3.15 亿盎司，与上月基本持平，但同比增加 8.9%。可见，贵金属与库存的相关性并不明显。究其原因，贵金属长期积累的高库存，及易回收的特需导致存在大量的隐性库存，使得库存受价格的影响很小。

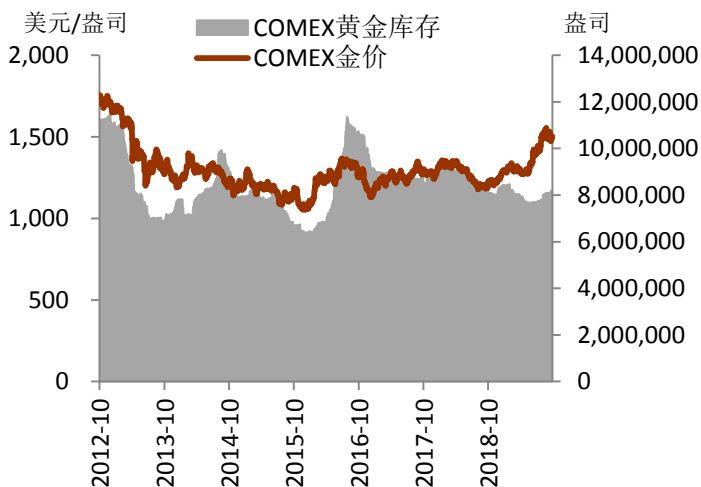
近几年，全球白银的显性库存都在显著增加。目前 COMEX 白银库存超过 3.1 亿盎司，为 24 年高位。国内两大交易所—上海期货交易交易所和上海黄金交易所的库存也创新高，为 4800 多吨。特别是上海黄金交易所的白银库存持续大增至 3460 吨以上，可见主要用于工业用途的白银的价格走势并不是由商品属性决定，我们在近期的专题报告《白银驱动因素解析》中分析过，高库存使得白银的商品属性定价失效，银价走势由金融属性决定。

图表 22 COMEX 贵金属库存变化

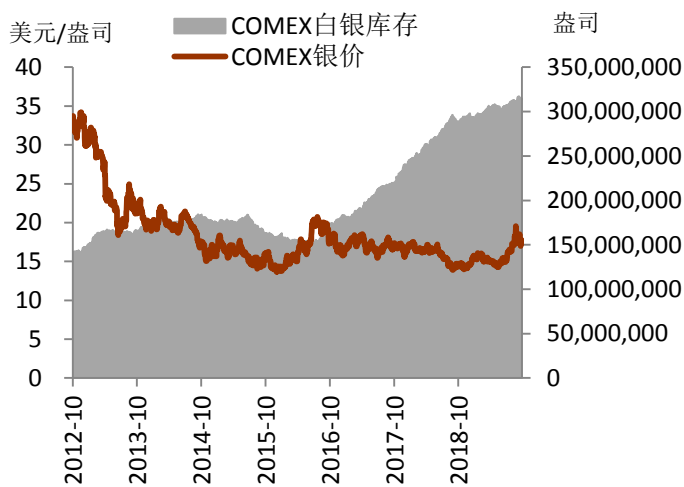
	2018/10/9	2019/9/6	2019/10/8	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	8160890	8090959	8188061	97102	1.20%	27171	0.33%
白银(千盎司)	288971.6	311543.1	314640.1	3097	0.99%	25669	8.88%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 23 COMEX 黄金库存变化



图表 24 COMEX 白银库存变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 25 上海黄金交易所白银库存变化



图表 26 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

#### 四、行情展望及操作策略：

贸易摩擦对全球经济的负面影响持续显现，全球货币政策继续处于降息潮过程中。美国经济已经见顶数据继续走弱。虽然最新公布的9月会议纪要再次证实了FOMC委员们的观点存在分歧，但应对日益疲软的数据，预计美联储将在12月底之前至少再降息一次。欧央行重启第二次QE，但经济前景进一步恶化，货币政策宽松的效果会边际递减，未来需要更加宽松的财政政策来支持。

中长期来看，在全球经济前景不佳，越来越多的国家降息并进入负利率的背景下，作为零息资产的贵金属必然是资产配置中的优先选择。我们继续坚定看好黄金中长期走势。

贵金属在经历了 9 月份的调整之后，近期持续走弱的各国经济数据提振了市场的避险情绪，金银止跌反弹，并有望持续震荡上行。而微观角度来看，目前白银的交易活跃度很强，且持仓更加健康，预计弹性更大的白银将呈现更强的走势。

预计 COMEX 金价近一个月主要波动区间在 1500-1560 美元/盎司之间、COMEX 银价的主要波动区间在 17-19.5 美元/盎司之间。

投资策略建议：沪金银逢低做多，或短期做空金银比价

风险因素：中美贸易摩擦超预期缓和

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。