



2019年11月6日 星期三

市场风险偏好抬升

金银走势承压

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

要点

- 从各大央行的货币政策来看，10月美联储如预期宣布年内第三次降息，但发表了偏鹰派的会后声明；而欧央行和日本央行均维持利率不变，但表达了持续宽松的立场；近期中国央行也下调MLF利率50BP。整体看来，全球央行维持宽松货币政策的预期以及需求不改，这将利好贵金属价格中长期走势。
- 目前中美贸易关系进一步缓和，叠加美国经济出现一定程度的好转，市场风险偏好抬升，美股再创新高，避险资产黄金遭遇重挫。目前金价仍然在1490美元下方，短期走势不容乐观，预计11月金价将呈震荡偏弱走势。而人民币兑美元持续升值，并存在继续升值预期，国内金价价格走势将持续弱于外盘。
- 预计COMEX金价近一个月主要波动区间在1450-1520美元/盎司之间、COMEX银价的主要波动区间在16.8-18.2美元/盎司之间。
- 投资策略建议：沪金银以阶段性逢高沽空为主
- 风险因素：中美贸易关系再度恶化

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、美联储鹰派降息，非农数据向好提振市场预期.....	5
2、欧央行货币宽松效果有限，需要财政政策的支持.....	5
3、贵金属供需情况跟踪.....	7
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.....	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：.....	13

图表目录

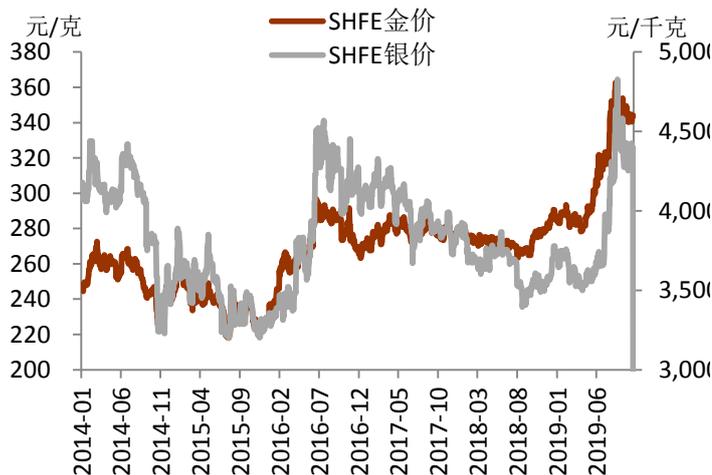
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美国实际利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	6
图表 6 全球主要经济体经济意外指数	6
图表 7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化	6
图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化	6
图表 9 美国失业率变化	7
图表 10 金价与 VIX 指数变化	7
图表 10 美国 CPI 增速变化	7
图表 11 欧元区 CPI 增速变化	7
图表 11 COMEX 金银比价变化	8
图表 12 沪期金银比价变化	8
图表 13 原油/黄金比价变化	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	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	13
图表 26 上海期货交易所白银库存变化	13

一、贵金属行情回顾

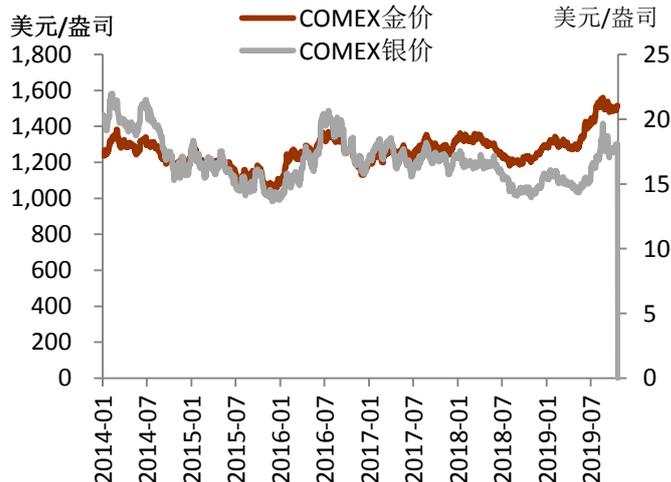
10月贵金属价格呈震荡上行走势。COMEX期金主力合约的运行区间在1465-1525美元/盎司之间，截止10月底，报收于1515.4美元/盎司，比上月上涨2.51%；10月底COMEX期银报收于18.1美元/盎司，比上月上涨6.25%。一方面，随着中美贸易摩擦缓和，以及欧元区与英国达成协议一致，无协议脱欧的风险降低，市场的避险情绪减弱，风险资产表现相对较好，欧元、英镑乃至美股均表现良好，这对于贵金属的走势产生一定的压力。另一方面，10月美联储、欧元区以及日本央行均进行了利率决议。美联储如预期宣布年内第三次降息，并有多家央行跟随降息。整体来看，全球央行维持宽松货币政策的预期以及需求不改，这又利好贵金属价格走势。进入11月，贵金属价格小幅走高后又大幅下挫，国际金价回调至1490美元/盎司下方，整体依然在1480-1520美元之间震荡。

因人民币兑美元汇率在10月持续小幅升值，并在11月5日回到“7”以内。近期国内贵金属价格走势明显弱于外。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

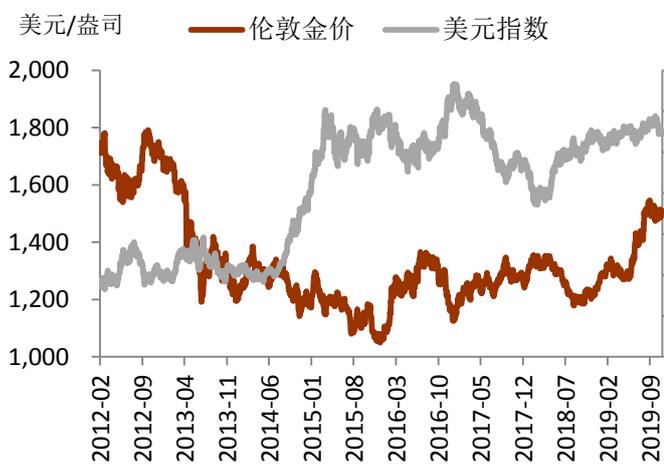


图表2 近5年COMEX金银价格走势

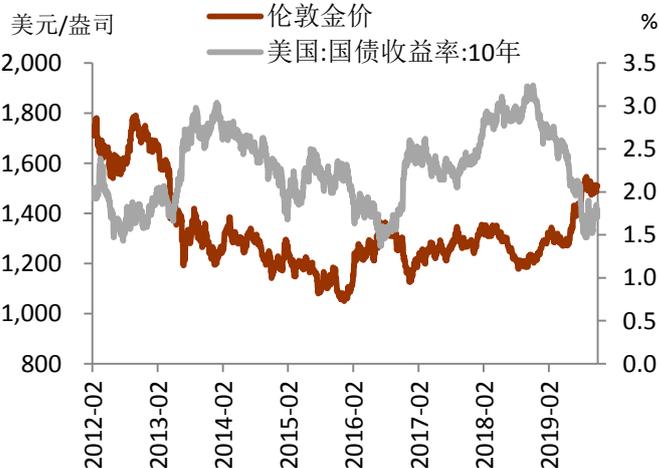


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

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

进入第三季度，中美贸易谈判取得进展，市场的风险偏好降低。而在连续的降息刺激下，部分经济体的数据出现转化的迹象，美股不断再创新高，美债收益率回升，美元指数维持高位，这对贵金属价格的短期走势影响一定的压制。

1、美联储鹰派降息，非农数据向好提振市场预期

贸易摩擦对全球经济的拖累持续显现。美国第三季度实际 GDP 年化季环比初值升 1.9%，增速低于第一季度的 3.1% 和第二季度的 2%，但好于预期的 1.6%。三季度实际 GDP 增速的下降反映了私人消费支出、私人非住宅投资和政府支出的下降，表明贸易摩擦已对美国企业投资和经济增长造成明显拖累。美国第三季度实际个人消费支出季率初值 2.9%，好于预期的 2.6%，前值 4.6%，显示美国经济韧性较强。10 月 ISM 制造业指数 48.3，预期 48.9，连续三个月低于荣枯线，18 个行业中有 12 个行业陷入了萎缩。9 月核心 PCE 年率录得 1.7%，不及前值。疲弱的制造业与核心 PCE 数据，增强了市场对美联储继续降息的预期。

美国 10 月新增非农就业 12.8 万人，远超预期的 8.9 万人，前值由增 13.6 万修正为增 18 万；失业率为 3.6%，与预期持平，高于前值 3.5%；10 月劳动参与率升至 63.3%，创 2013 年 8 月以来新高。10 月美国新增非农就业好于预期。分行业看，受通用汽车罢工拖累制造业就业大幅减少 3.6 万人是最大拖累，休闲及酒店、教育健康、商业服务行业新增就业保持上涨。

10 月 31 日美联储将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点，符合市场预期。但美联储的态度偏鹰，政策声明在删除了“将采取适当行动以维持经济扩张”的关键措辞，鲍威尔也重申货币政策立场可能仍然是合适的。同时，此次美联储政策声明的前瞻性不足，市场对 12 月份降息的预期有所降低。在美联储 10 月底降息后，又有多个经济体跟进，但欧元区和日本央行按兵不动，但表示宽松立场并未消退。整体来看，全球央行仍处于货币扩张之中，但宽松力度不及前期。

10 月 31 日，针对“通乌门”事件，美国众议院投票通过对特朗普的弹劾调查程序，在之后的参议院投票中，如果得到三分之二以上通过，总统就要被弹劾下台。尽管由于参议院中共和党占大多数，特朗普被弹劾的几率很小，但势必会给明年大选带来新变数。

另外，中美关系缓和，贸易谈判取得明显进展。10 月 31 日，中国商务部发表声明说，中美双方经贸团队一直保持密切沟通，目前磋商工作进展顺利。双方将按原计划继续推进磋商等各项工作。

2、欧央行货币宽松效果有限，需要财政政策的支持

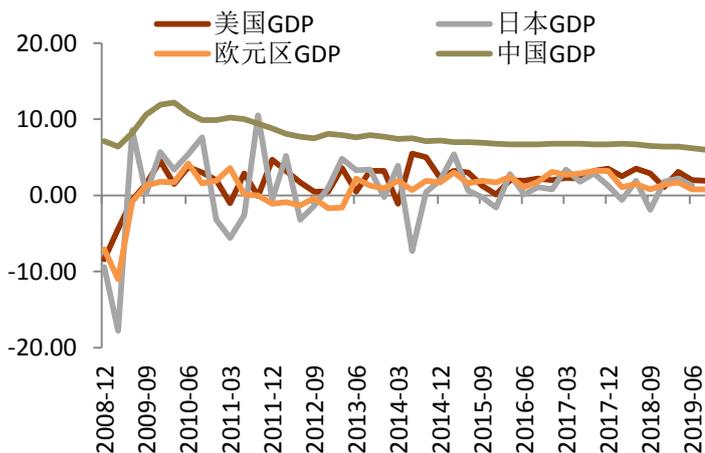
欧元区三季度 GDP 初值同比增 1.1%，符合预期，三季度 GDP 初值环比增 0.2%，超过预期，法国成增长主力。欧元区 10 月制造业 PMI 终值为 45.9，预期值为 45.7，前值为 45.7。

虽然欧元区 19 国的制造业 PMI 数据略有上升，但显示该行业明显收缩，失业人数增加，订单状况恶化。德国 10 月制造业 PMI 终值为 42.1，预期值为 41.9，前值为 41.9。德国制造业仍处于衰退之中，工厂失业人数上升持续对国内经济构成威胁。法国 10 月制造业 PMI 终值录得 50.7，高于预期值 50.5，法国制造业生产出现了四个月来最快的增长，得益于产出自 6 月以来的最快增长。表明作为欧元区第二大经济体的法国在面对全球经济不确定性时显示出韧性。欧元区 10 月 CPI 同比增 0.7%，核心通胀超预期。

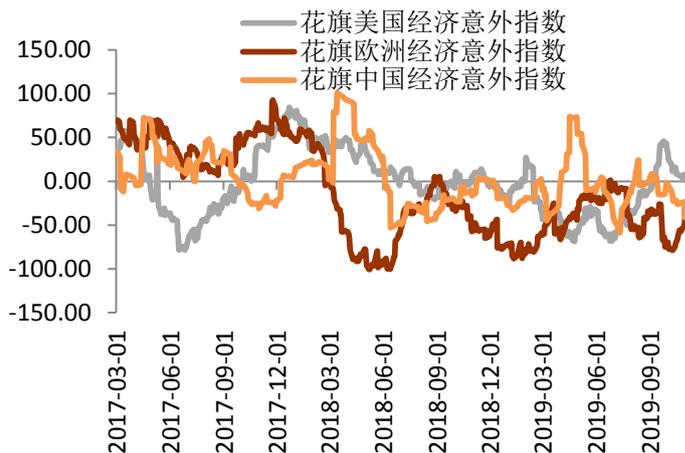
在经济持续下滑的背景下，9 月欧洲央行重新开启了量化宽松(QE)的大门，下调利率并重启债券购买。从 10 月发布的会议纪要来看，欧央行对债券购买计划仍存分歧。欧洲央行在 10 月 21 日的议息会议上维持三大利率不变。欧洲央行行长德拉吉表示：需要在更长时间内持高度宽松的立场，欧洲央行准备好按需调整所有工具。目前看来，欧元区下行压力继续加大，货币政策效果接近极限，未来欧洲需要更加宽松的财政政策来支持。

10 月 28 日欧盟同意将英国脱欧期限延长至明年 1 月 31 日，英国将在 12 月 12 日提前举行大选。首相约翰逊试图通过提前大选打破脱欧僵局，然而目前英国各政党和民意的脱欧立场仍存在巨大分歧，大选能否帮助英国早日脱欧仍是未知数。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

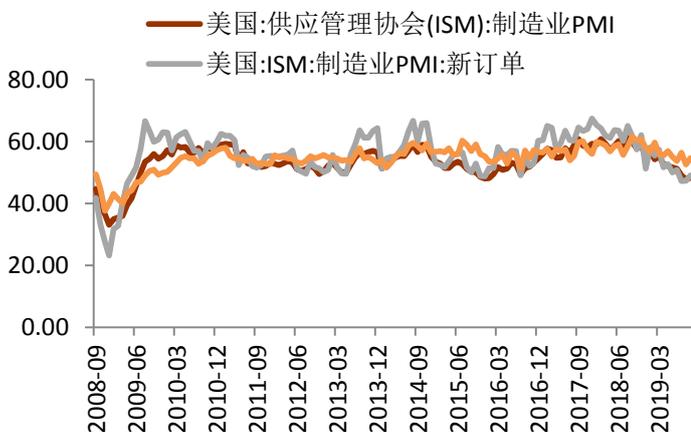


图表 6 全球主要经济体经济意外指数

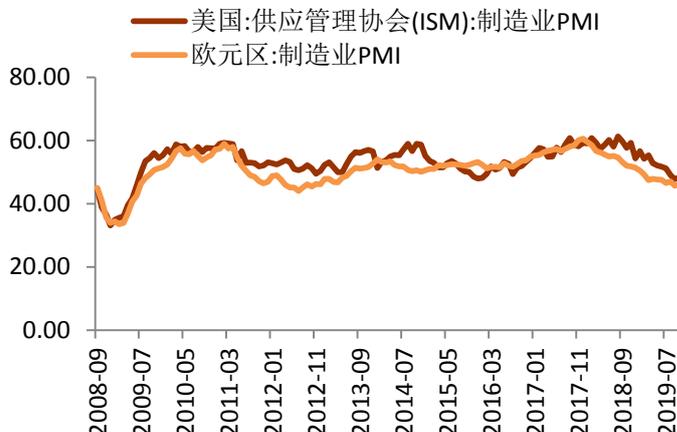


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化

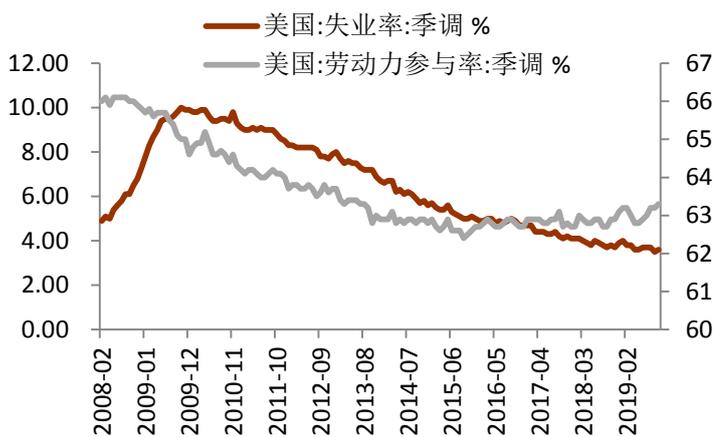


图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化

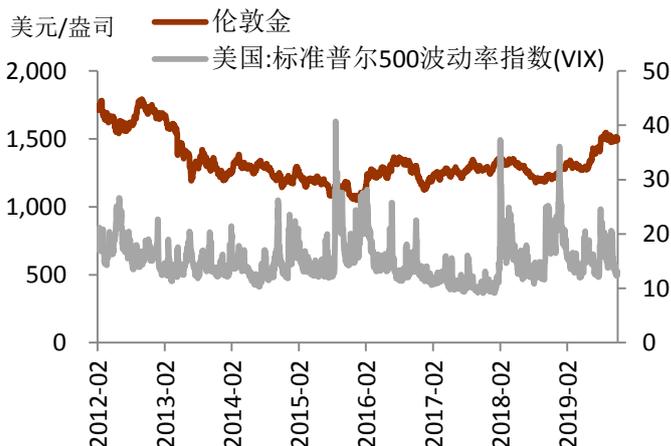


资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 9 美国失业率变化



图表 10 金价与 VIX 指数变化

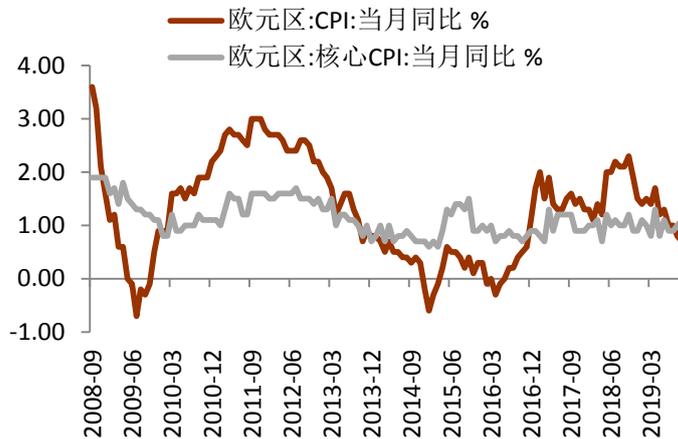


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

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

3、贵金属供需情况跟踪

据世界黄金协会最新发布的《黄金需求趋势报告》显示,2019 年第三季度,受强劲的黄金 ETF 流入提振,全球黄金需求小幅增长至 1107.9 吨,同比上升 3%。第三季度,全球各国央行增持黄金储备的势头依旧未止。持续走强的黄金价格,和日益加重的消费者对全球经济形势的担忧,令全球金饰需求下滑。

需求端的具体表现为:全球黄金 ETF 总持仓量在今年第三季度创下了历史新高,达 2,855.3 吨。总持仓量本季增长 258.2 吨,这也是自 2016 年第一季度以来最高的单季度流入量。较为宽松的货币政策,黄金避险属性以及金价自身的势能成为拉动黄金 ETF 流入量的主要动力。

全球各国央行黄金储备增加 156.2 吨,与去年创纪录的同期数据相比,增长放缓了 38%。这主要是因为去年第三季度是世界黄金协会有记录以来,全球各国央行净购金量最高的一个季度。年初至今,各国央行共计净购入 547.5 吨黄金,同比增长 12%。

全球金饰需求在第三季度同比下降 16%,至 460.9 吨。持续的地缘政治和经济不确定性导致消费者情绪低迷,加之高涨的金价,抑制了全球主要市场的金饰需求。

第三季度,金条和金币投资需求减半,降至 150.3 吨。以多种主要货币计价的黄金价格均大幅上涨,导致本季金条和金币投资量降至近年新低。全球的个人投资者也因此选择观望,或者高位卖出获利。

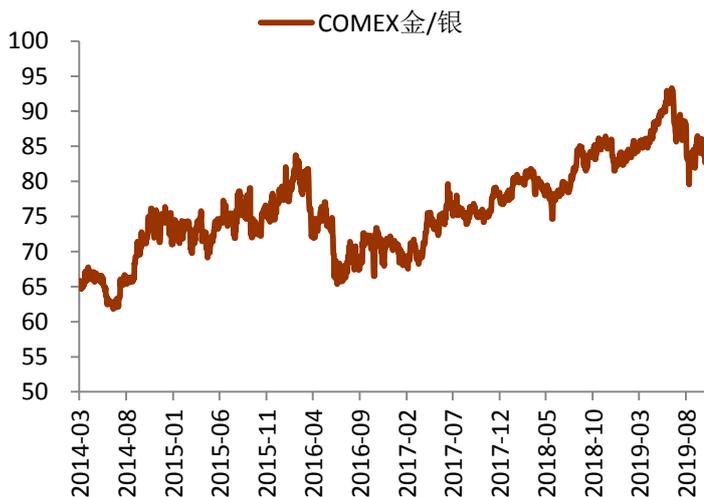
供应方面:全球黄金供应量在第三季度同比上升 4%,至 1,222.3 吨。供应量增长的主要动力来自同比上升 10%的回收金供应量,这也是自 2016 年第一季度以来的最高回收量,持续上涨的金价促使消费者持续卖出黄金。金矿产量为 877.8 吨,与去年同期相比基本持平。

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 7 月份达到 93 的高点。从 7 月中旬开始,白银价格出现修复式上涨,金银比价呈现大幅波动。在 9 月初金银比价最低至 79 一线,而后有所反弹。10 月银价走势强于金价,金银比价整体呈震荡下行趋势,目前回调至 83 一线。目前白银期货交易的依然活跃,一旦贵金属重复涨势,白银价格涨幅将超过黄金,短期金银比可能继续回落。

图表 11 COMEX 金银比价变化



图表 12 沪期金银比价变化

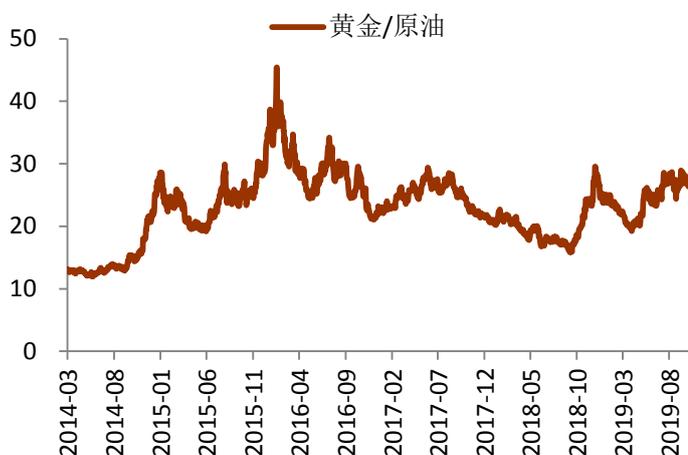


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

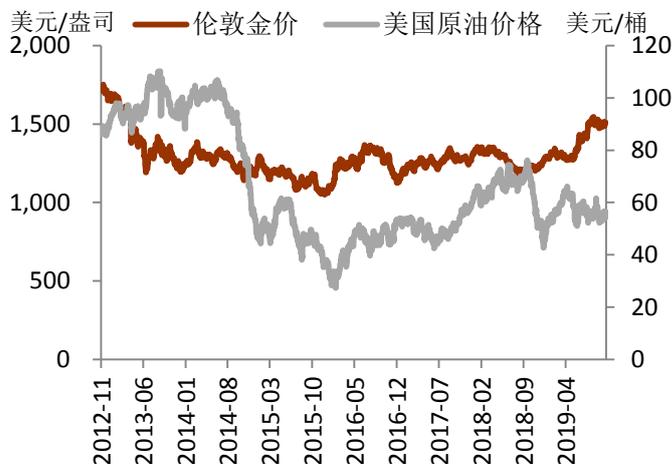
2、黄金原油比价变化

10月 NYMEX 原油期货价格呈低位回升之势。在中美贸易摩擦缓和的背景下，又传 OPEC 考虑大幅减产，及 API 库存意外下降的支撑下，原油价格在 50 美元/桶止跌反弹至 56 美元/桶一线。目前黄金原油的比价小幅下降至 26.8，处于中值范围。在当前部分经济体的数据出现好转，市场预期在向好的方向转变，短期原油价格有继续上涨的空间，但供应端还受到页岩油成本快速下降的挤压，长期来看原油价格难言乐观。预计原油价格将继续呈震荡走势，黄金原油的比价波动不大。

图表 13 原油/黄金比价变化



图表 14 金价与油价走势对比

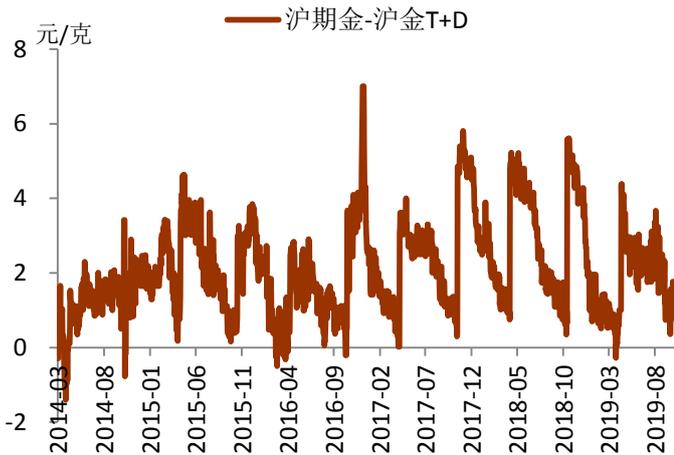


资料来源：Wind，铜冠金源期货

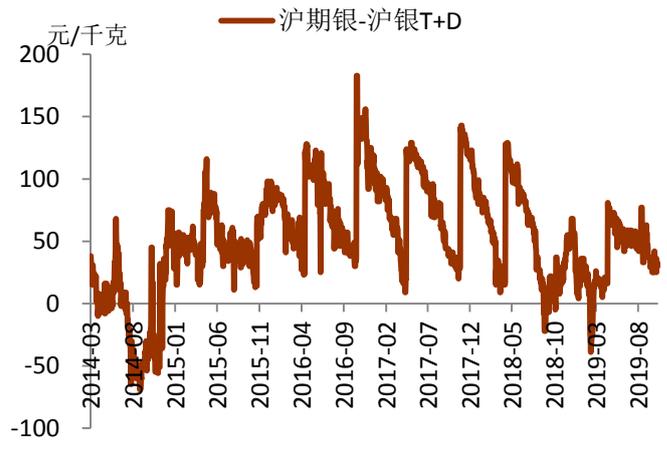
3、期现及跨期价差变化

期现价差有这随着时间的推移价差逐渐缩小的规律，沪金主力合约与黄金 T+D 现货之间的价差出现明显回落目前在 1 元/克上下，属于正常范围。沪银主力合约与白银 T+D 现货的价差也由从高位回归至 30 元/千克，但价差仍高于往年。11 月中旬沪金银主力将会移仓至 2006 合约，金银的期现价差将会再度扩大。

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

根据世界黄金协会最新发布的报告，全球黄金 ETF 总持仓量在今年第三季度创下了历史新高，达 2,855.3 吨。总持仓量本季增长 258.2 吨，这也是自 2016 年第一季度以来最高的单季度流入量。

黄金白银 ETF 的持仓变化一直都滞后于金银价格的变化。近几个月，金银价格陷入震荡走势，黄金白银的 ETF 持仓量跟随有所下降。全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持有量的高点在 9 月底，全球最大的白银 ETF- iShares 的白银持有量的高点在 8 月底，之后有小幅回落，但下降的幅度不明显。目前 SPDR 的黄金持有量为 915 吨，白银 ETF-SLV 的白银持有量为 11706 吨，都处于高位。

图表 17 贵金属 ETF 持仓变化

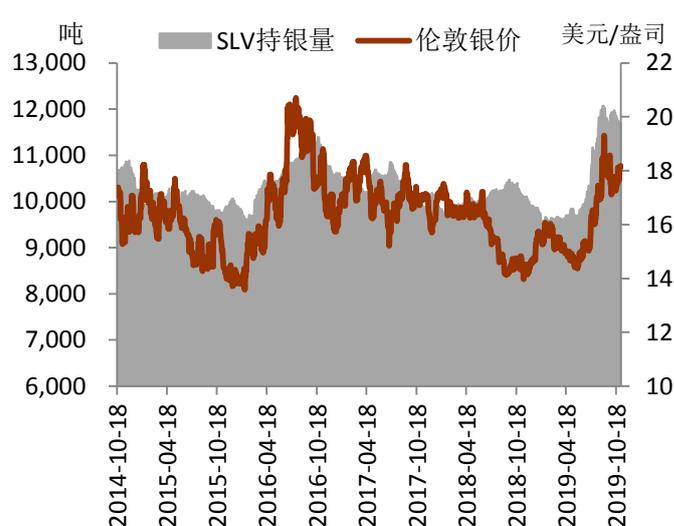
单位：吨	2018/11/15	2019/10/3	2019/11/5	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2136.14	2529.57	2557.79	28	1.12%	422	19.74%
SPDR 黄金持仓	757.29	923.76	915.85	-8	-0.86%	159	20.94%
ETF 白银总持仓	16778.75	19561.93	19410.36	-152	-0.77%	2632	15.68%
iShares 白银持仓	10217.39	11927.88	11706.36	-222	-1.86%	1489	14.57%

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



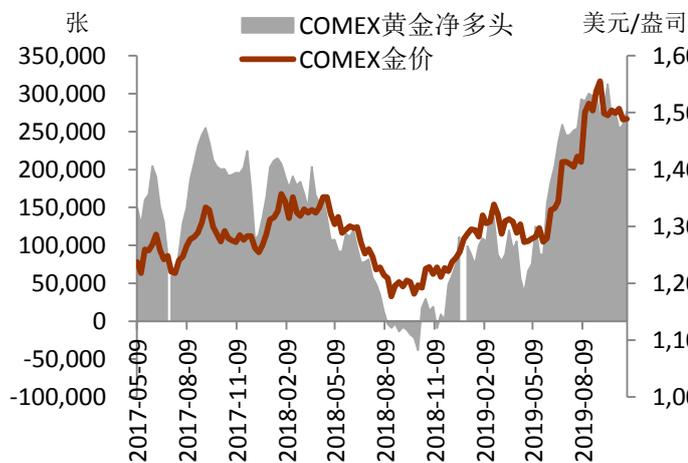
资料来源：Wind，铜冠金源期货

5、CFTC 持仓变化

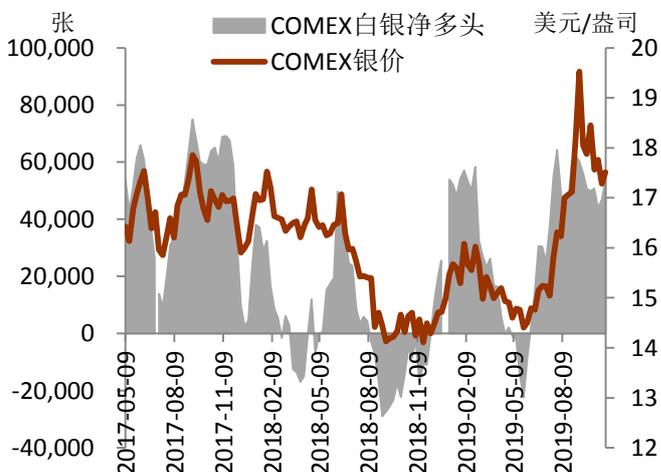
黄金白银的价格与 COMEX 黄金白银期货净多头合约的变化明显正相关性。投机资金的持仓变化是助推行情的直接因素，这也从资金层面揭示了近期银价走势抢于金价的原因。9 月金银价格回落，黄金白银的非商业性净多持仓都从 9 月初的高点下降。在截至 10 月 29 日当周，COMEX 黄金期货的非商业性净多头持仓为 276515 张，而 COMEX 白银期货的非商业性净多头寸持仓为 53678 张，都较上月都明显下降，但较上周均有所增加。金银净多头持仓是否会继续增加还有待于进一步观察，这或是金银价格再度上涨的信号。

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。10月黄金的库存小幅增加，白银的库存几无变化。截至11月5日，COMEX黄金期货的库存为838万盎司，环比小幅增加2.32%，较去年同比增加4.47%；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8.32%。可见，贵金属与库存的相关性并不明显。库存的大幅增加并不会影响到贵金属价格的走势。

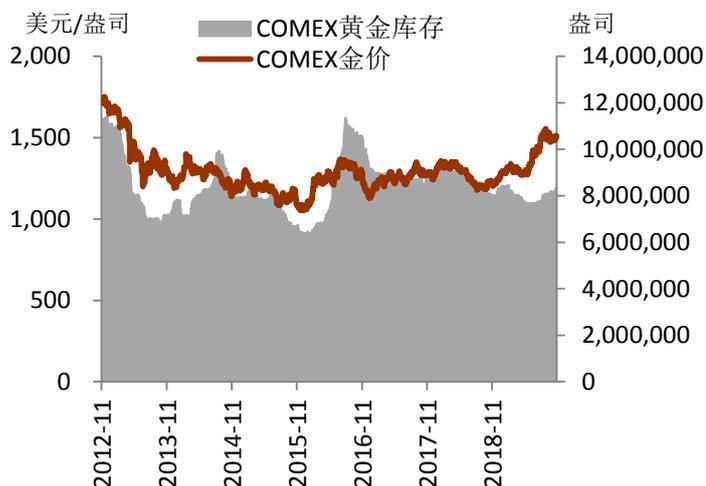
近几年，全球白银的显性库存都在显著增加。目前COMEX白银库存为20多年的高位。国内两大交易所—上海期货交易交易所和上海黄金交易所的白银库存也不断创新高，目前已超过5000吨。其中，上海黄金交易所的白银库存持续大增至3476吨以上，上海期货交易交易所的库存也达到1473吨。虽然主要用于工业用途的白银，但长期积累的高高库存使得白银的商品属性定价失效，银价走势由金融属性决定。

图表 22 COMEX 贵金属库存变化

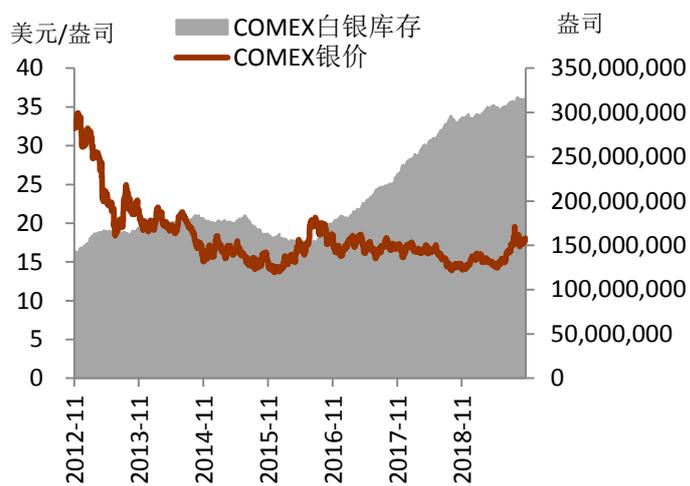
	2018/11/6	2019/10/4	2019/11/5	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	8020367	8188261	8378598.08	190337	2.32%	358231	4.47%
白银(千盎司)	290413	315115.8	314578.63	-537	-0.17%	24166	8.32%

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：

从各大央行的货币政策来看，10月美联储如预期宣布年内第三次降息，但发表了偏鹰派的会后声明；而欧央行和日本央行均维持利率不变，但表达了持续宽松的立场；近期中国央行也下调MLF利率50BP。整体看来，全球央行维持宽松货币政策的预期以及需求不改，这将利好贵金属价格中长期走势。

目前中美贸易关系进一步缓和，叠加美国经济出现一定程度的好转，市场风险偏好抬升，美股再创新高，避险资产黄金遭遇重挫。目前金价仍然在1490美元下方，短期走势不容乐观，预计11月金价将呈震荡偏弱走势。而人民币兑美元持续升值，并存在继续升值预期，国内金价价格走势将持续弱于外盘。

预计COMEX金价近一个月主要波动区间在1450-1520美元/盎司之间、COMEX银价的主要波动区间在16.8-18.2美元/盎司之间。

投资策略建议：沪金银以阶段性逢高沽空为主

风险因素：中美贸易关系再度恶化

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。