



2019年7月10日 星期三

## 美联储强降息预期出现修正

### 金银将宽幅震荡

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

#### 要点

- 中长期看，在目前美国经济的相对优势减弱的背景下，美元指数回调的概率加大，将对中长的金价走势形成支撑。全球货币政策转向宽松也利好长期金价。短期来看，6月非农数据的好转使得市场对美联储会在7月大幅降息的强烈预期出现修正，美元指数的反弹将使得前期涨势过猛金价有所修复，近期金价有可能会呈宽幅震荡的走势。
- 当前全球贸易局势复杂多变、以及地缘政治风险增加，避险需求将使得金价走势持续强于银价。我们继续看多金银比价。
- 从技术形态上看，下半年COMEX期金主力合约的主要波动区间在1350-1450美元/盎司之间。COMEX期银主力合约的支撑位在14.6-15.6美元/盎司之间。
- 投资策略建议：沪金银回调后做多；做多金银比价
- 风险因素：美国经济数据好于预期

## 目录

一、贵金属上半年行情回顾.....	5
二、黄金的供需基本面分析.....	6
1、 黄金的供应相对稳定 .....	6
2、 第一季度全球黄金需求增长 7% .....	7
3、 全球央行积极增持黄金储备 .....	9
4、 黄金的投资需求转旺 .....	10
金银 ETF 持仓分析.....	10
CFTC 持仓变化.....	11
三、宏观因素分析.....	12
1、 美国经济增长放缓，但 7 月是否降息仍存疑 .....	12
2、 欧元区经济再现颓势，货币可能进一步宽松 .....	13
3、 全球货币政策转向宽松 .....	13
四、 市场结构分析 .....	15
1、 金银比价变化.....	15
2、 黄金原油比价变化 .....	16
3、 期现价差变化 .....	17
4、 贵金属库存变化 .....	18
四、行情展望及操作策略： .....	19

## 图表目录

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势 .....	5
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势 .....	5
图表 3 金价与美元指数走势变化 .....	6
图表 4 金价与美国实际利率走势变化 .....	6
图表 5 全球黄金供应量变化 .....	7
图表 6 全球黄金需求变化 .....	8
图表 7 主要经济体黄金需求变化 .....	8
图表 8 中国黄金需求备变化 .....	9
图表 9 中国金银珠宝零售额变化 .....	9
图表 10 全球主要央行储备变化 .....	10
图表 11 中国和俄罗斯央行持续增持黄金 .....	10
图表 13 黄金 ETF 持仓变化 .....	11
图表 14 白银 ETF 持仓变化 .....	11
图表 15 CFTC 黄金净多头持仓变化 .....	11
图表 16 CFTC 白银净多头持仓变化 .....	11
图表 17 主要经济体 GDP 增速变化 .....	14
图表 18 全球主要经济体经济意外指数 .....	14
图表 19 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化 .....	14
图表 20 欧美制造业 PMI 增速变化 .....	14
图表 21 美国就业数据变化 .....	14
图表 22 美国 2 年和 10 年期国债收益率变化 .....	14
图表 23 美国 CPI 增速变化 .....	15
图表 24 欧元区 CPI 增速变化 .....	15
图表 25 COMEX 金银比价变化 .....	16
图表 26 金银比价的线性趋势 .....	16
图表 27 COMEX 金银比价变化 .....	16
图表 28 沪期金银比价变化 .....	16

---

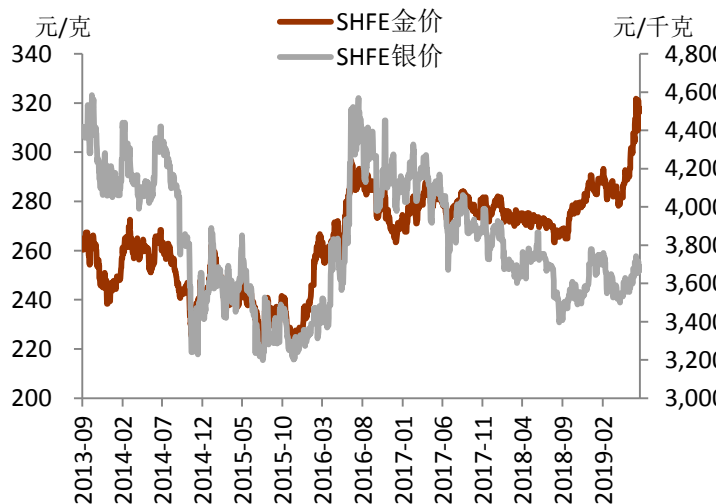
图表 29 黄金/原油比价变化.....	17
图表 30 金价与金油比价对比.....	17
图表 31 沪期金与沪金 T+D 价差变化.....	18
图表 32 沪期银与沪银 T+D 价差变化.....	18
图表 34 Comex 黄金库存变化.....	19
图表 35 Comex 白银库存变化.....	19
图表 36 Comex 黄金库存变化.....	19
图表 37 Comex 白银库存变化.....	19

## 一、贵金属上半年行情回顾

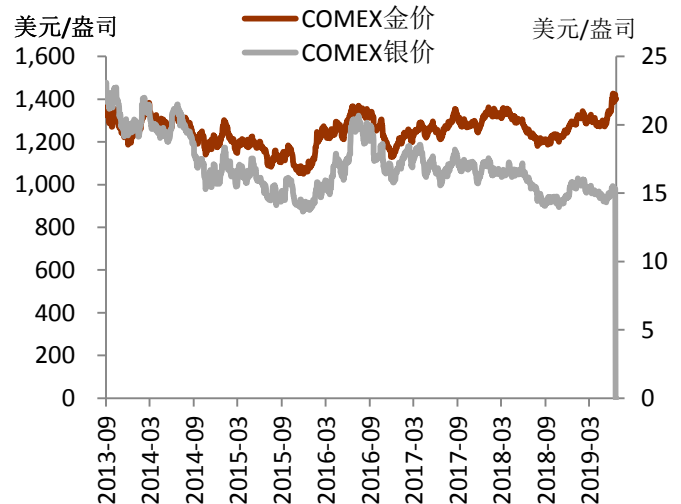
2019年上半年，贵金属的价格走势主要分两个阶段。第一个阶段是2019年初至5月下旬。在贸易摩擦的影响下，全球主要经济体的金价增速放缓，特别是欧元区经济颓势明显，而美国的经济依然韧性较强，欧美经济数据的强弱对比支撑美元指数持续走强，对贵金属价格形成压制，金银价格一直呈现震荡偏弱走势，价格重心不断下移。第二个阶段是2019年5月下旬至今。随着全球贸易形势恶化加剧，美股在5月下旬出现明显回调，美债收益率再度倒挂，市场避险情绪回升提振了贵金属价格的走势。5月底公布的美国经济明显走弱，再加上美联储释放降息信号、美国5月非农就业数据远不及预期、美伊冲突加剧等一系列利多因素集中出现，助推金价爆发式上涨，COMEX期金主力合约近期一举突破多个关口压制，在6月一度上触及前期高点1430美元/盎司一线，而后有所回调，但依然运行在1400美元/盎司一线，呈高位震荡走势。因行情的暴涨由市场避险情绪所主导，COMEX期银价走势虽然跟随金价走势重心下移，但整体走势一直弱于金价，目前运行在15美元/盎司上方。金价比价不断创新高，COMEX金银比价目前运行至93上方，为近20年高点。

国内金银走势因受人民币兑美元汇率的影响，走势与外盘有所差异。因人民币兑美元汇率出现持续贬值，沪期金在2019年4月下旬就提前开始止跌反弹，而后持续震荡上行到6月下旬金价出现加速上涨，沪期金触及323.5元/克的高点。沪期银价走势也持续弱于金价，沪金银比价也在持续走高。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

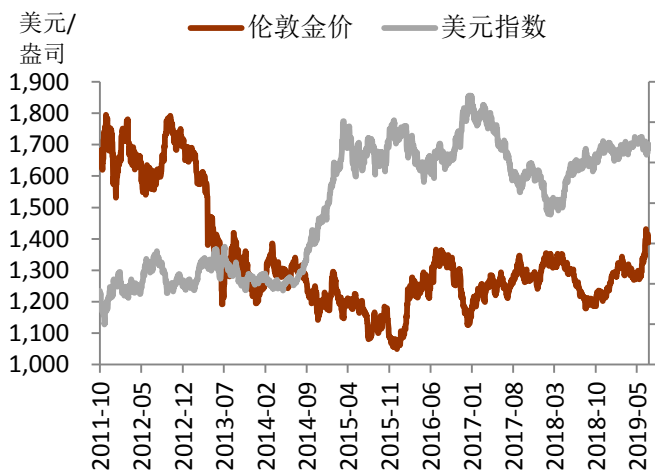


图表2 近5年COMEX金银价格走势

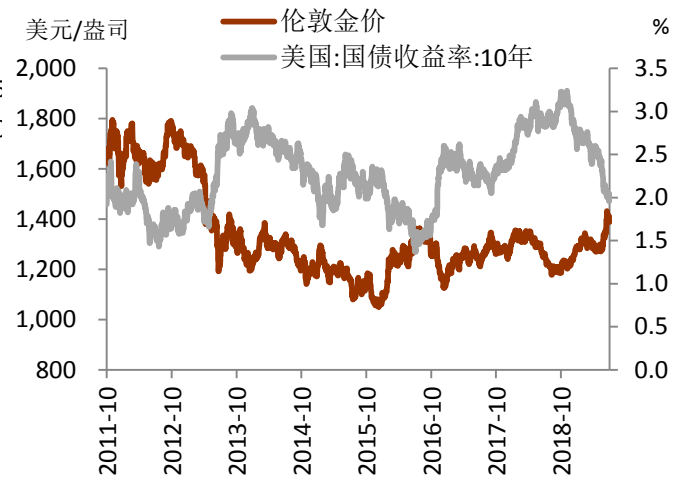


数据来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

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



数据来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

## 二、黄金的供需基本面分析

### 1、黄金的供应相对稳定

黄金是一种特殊的商品，商品属性、金属属性并存。每年全球新增的黄金供应 4500 多吨，其中 3/4 是矿产金，1/4 为再生金。根据世界黄金协会最新数据，地球上已开采的黄金总存量 18.7 万吨：12 万吨为黄金首饰珠宝等，3.3 万吨用于工业应用，3.5 万吨属于官方储备。黄金的供给量相对稳定，每年新增的矿产金供应量 3300 多吨，相对于存量的规模非常小，占比只有 2%。所以一般来讲，黄金的供应既不会受金价影响，供应量的波动大多数情况下也不会给金价带来冲击。

**图表 5 全球黄金供应量变化**

年份	黄金供给 (吨)	
	金矿开采生产	央行出售黄金及黄金成品再生产
2001	2600	1129
2002	2550	813
2003	2540	666
2004	2420	1095
2005	2470	1282
2006	2370	1066
2007	2360	1210
2008	2290	1522
2009	2450	1043
2010	2560	1253
2011	2821	1247
2012	2917	1672
2013	3072	1249
2014	3138	1187
2015	3208	1121
2016	3285	1281
2017	3319	1156
2018	3347	1173

数据来源: World Gold Council, 铜冠金源期货

## 2、第一季度全球黄金需求增长 7%

金价更多受需求端的影响。黄金每年的实物消费(首饰)虽然占比达一半,但比较稳定。而投资需求是波动大而且最频繁的。而且投资品的需求与价格是明显正向相关。近期金价大涨,与黄金挂钩的理财产品,比如黄金 ETF、黄金股票都收到市场的追捧。黄金投资需求端,主要有官方储备与个人投资两大主体。官方储备层面,新兴市场国家央行有持续增持黄金的意愿,比如,俄罗斯、中国。而个人投资层面,黄金的投资需求主要与通胀、汇率及全球市场动荡程度有关。

根据世界黄金协会发布 2019 年第一季度《黄金需求趋势》报告显示,就供应方面而言,第一季度全球黄金供应几乎不变,为 1150 吨,矿业产量同比增加 1%至 852.4 吨。

2019 年第一季度,全球黄金需求增长至 1053.3 吨,同比增长 7%。本次增长很大程度上得益于各国央行的持续购金以及黄金 ETF 流入量的增长。数据显示,一季度各国央行共购入 145.5 吨黄金,同比增长 68%。这是自 2013 年以来央行黄金储备需求最强劲的开局。储备多元化及对安全、流动性资产的渴望,成为央行购金的主要推动力。

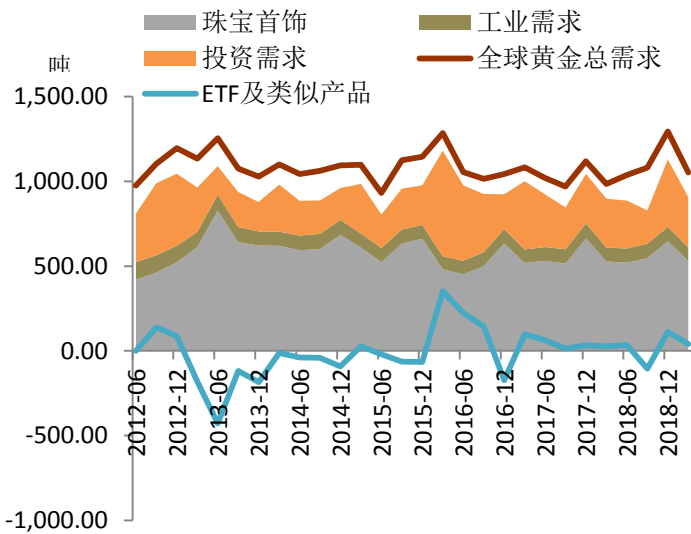
全球黄金 ETF 及类似产品需求一季度增加 40.3 吨,同比增长 49%。在美国和欧洲上市的黄金 ETF 从资金流入中获益最大,而亚洲上市的黄金 ETF 流出 4.9 吨,其中以中国为主,因为投资者转而投向不断上涨的中国股市。欧洲对黄金 ETF 的投资创下历史新高,以下因素正在推动并将继续支持投资需求:欧元区主权债务收益率为负、地缘政治的不确定性和金融市场波动。另外,大西洋两岸的各国央行暂缓收紧货币政策,甚至可能放松货币政策,

这很可能会支持金价。

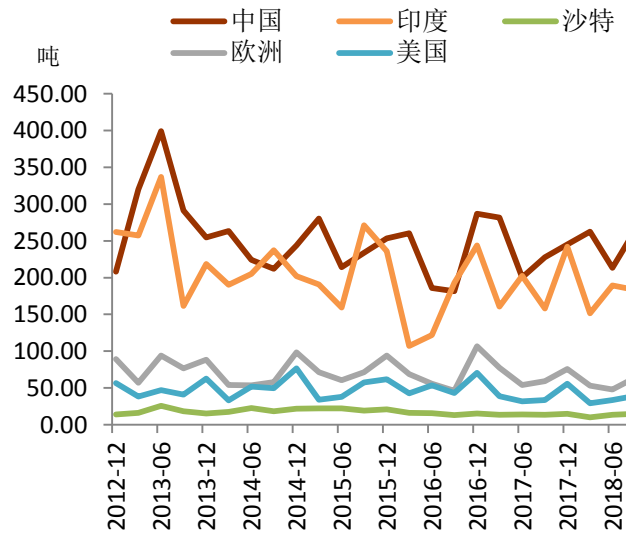
与此同时，一季度全球金条与金币的投资需求小幅下跌 1%，至 257.8 吨。中国和日本是投资需求下降的主要原因，一季度中国个人投资者更加关注股市和汇市，黄金投资需求下降 8%；日本投资者在高位获利回吐，净投资量转为负值。此外，用于电子、无线和 LED 照明等应用的黄金科技需求量下跌 3%，至 79.3 吨。贸易摩擦、消费电子产品销售疲软以及全球经济逆风冲击了科技行业的用金需求。

今年第一季度全球珠宝需求增加至 530.30 吨，同比增长 1%。其中，第一季印度黄金首饰需求同比增长 5%至 125.4 吨，是珠宝市场的亮点。一季度中国黄金市场相对保守。在全球最大的黄金市场，中国黄金首饰需求下降 2%至 184 吨。金饰市场在不断创新，推出古法金和 3D 硬金等新品种，中国黄金消费市场的前景保持积极。电子科技的需下降至 79.3 吨，与去年同比降幅为 3%。中国的个人金条及金币投资需求下降 8%，至 71.2 吨。但中国人民银行时隔 25 个月，于 2018 年 12 月再次开始买入黄金，2019 年第一季度净购金量达 33 吨。中国黄金交易市场的供需平衡日趋紧张。由于政府控制了黄金进口配额，黄金进口量跌至 2014 年以来第一季度的最低水平。供应减少推高了上海金基准价相对伦敦金定价的溢价。

图表 6 全球黄金需求变化



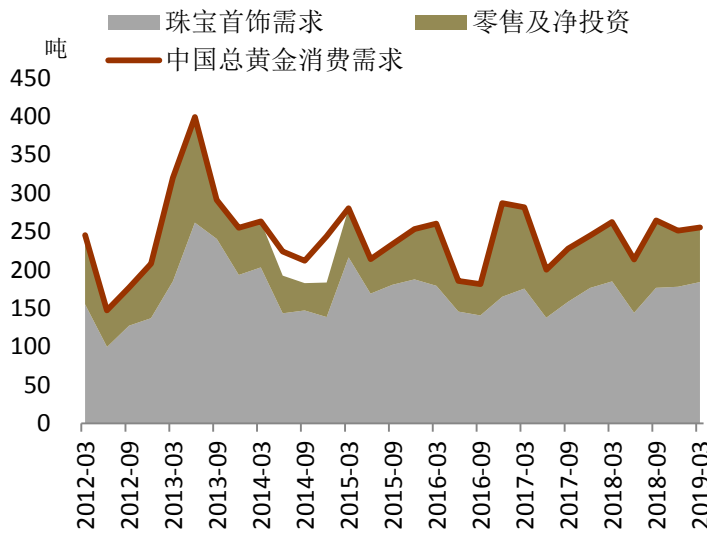
图表 7 主要经济体黄金需求变化



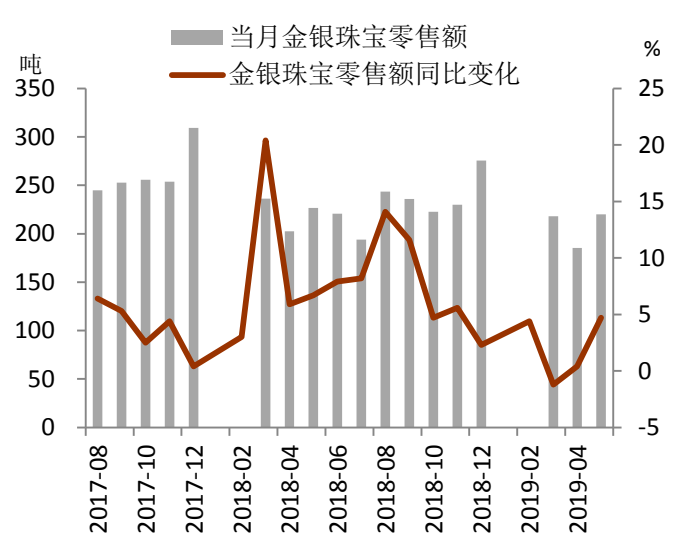
数据来源：Wind，铜冠金源期货



图表8 中国黄金需求备变化



图表9 中国金银珠宝零售额变化

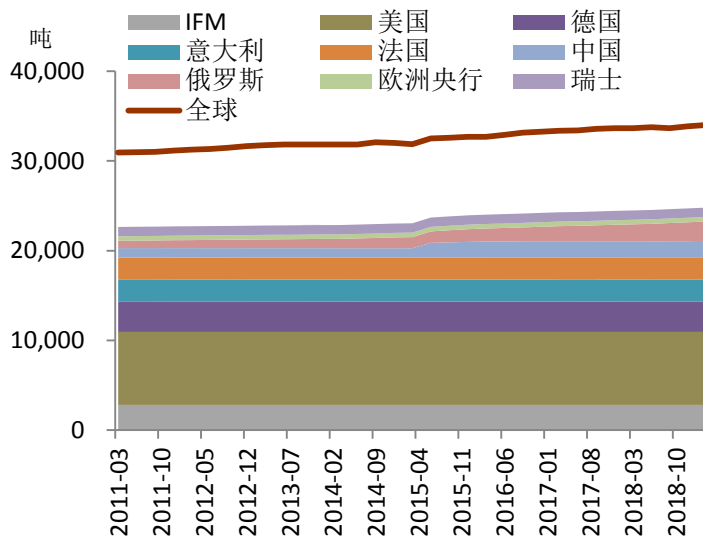


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

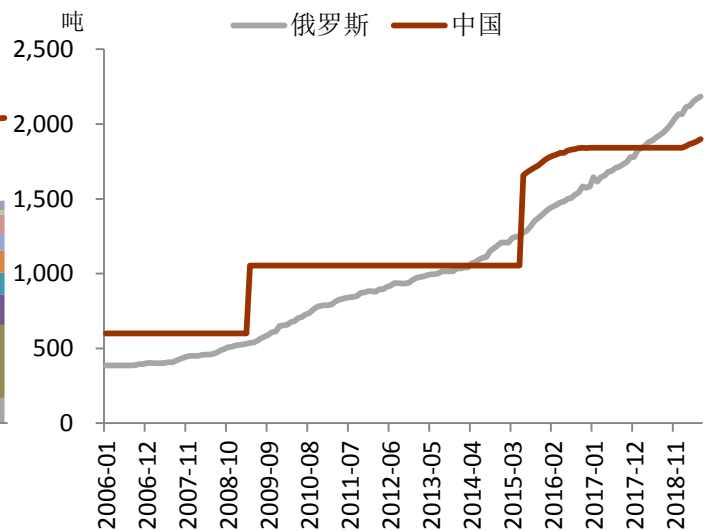
### 3、全球央行积极增持黄金储备

官方储备层面, 新兴市场国家央行一直有持续增持黄金的意愿。全球贸易形势的恶化、地缘政治的不确定性和金融市场波动又加快了新兴市场国家增持黄金的步伐。世界黄金协会最新的数据显示, 今年上半年, 全球央行黄金净购买量为 247.3 吨, 同比增长 73%。部分新兴市场国家俄罗斯、中国、土耳其和哈萨克斯坦继续在黄金购买中占据主要地位, 为今年以来全球四大黄金购买商。截至 2019 年 6 月底, 俄罗斯央行所持有的黄金储备为 2183.45 吨, 位居世界第五位; 中国央行的黄金储备为 6194 万盎司 (合计月 1992 万吨), 仅次于俄罗斯, 位居世界第六位, 较上月末的 6161 万盎司上升 33 万盎司, 升幅 0.54%, 为连续 7 个月增持黄金。

图表 10 全球主要央行储备变化



图表 11 中国和俄罗斯央行持续增持黄金



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

#### 4、黄金的投资需求转旺

##### 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, 黄金 ETF 的需求明显增加。自 5 月下旬开始, 伴随着金价出现大幅上涨, 黄金 ETF 的持仓量也大幅增加。随截止 7 月 5 日, 全球最大的黄金 ETF- SPDR 的持仓达到 796.97 吨, 较 5 月底大幅上涨了 56 吨, 增幅为 7.56%。

前期一直处于下降趋势的白银 ETF 也在 5 月下旬后呈现出止跌回升之势。目前白银 ETF-ishares 的持仓较 5 月底之时也出现了 512 吨的上涨。但从幅度来看, 白银 ETF 的变动则显得十分有限, 涨幅仅为 0.53%。

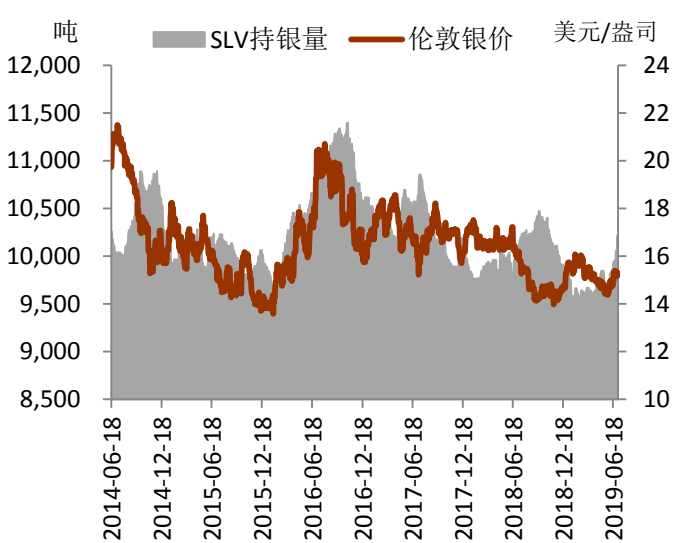
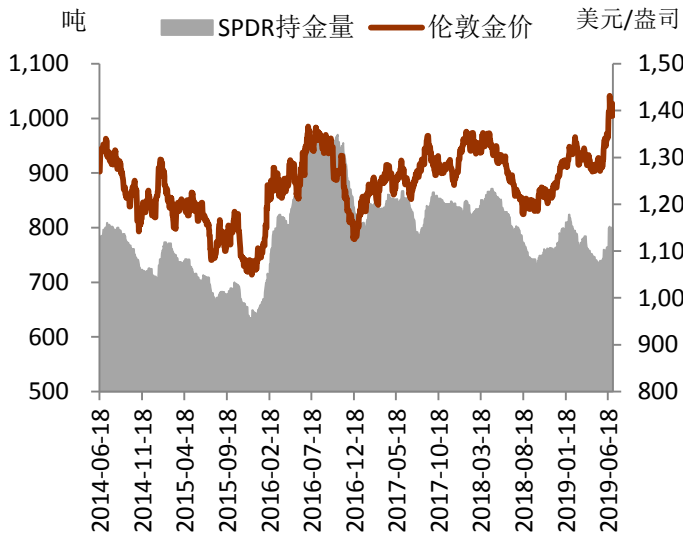
图表 12 贵金属 ETF 持仓变化

单位: 吨	2018/7/17	2019/6/4	2019/7/5	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2161.76	2223.81	2306.29	82	3.71%	145	6.69%
SPDR 黄金持仓	803.42	759.65	796.97	37	4.91%	-6	-0.80%
ETF 白银总持仓	16550.49	15907.99	16653.80	746	4.69%	103	0.62%
ishares 白银持仓	9965.41	9705.48	10217.26	512	5.27%	252	2.53%

数据来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 13 黄金 ETF 持仓变化

图表 14 白银 ETF 持仓变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

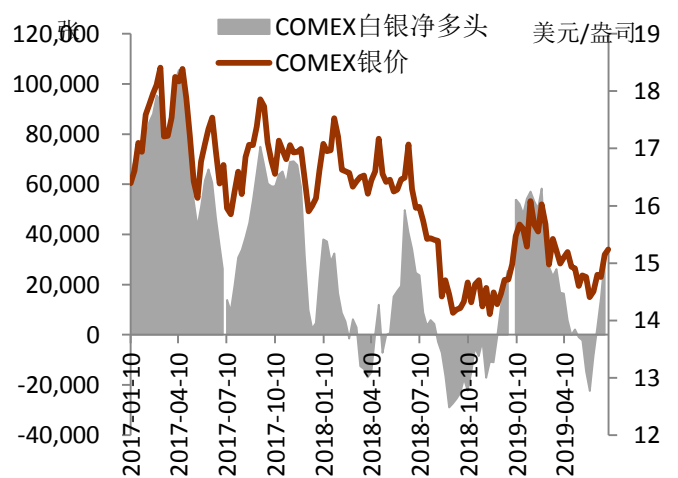
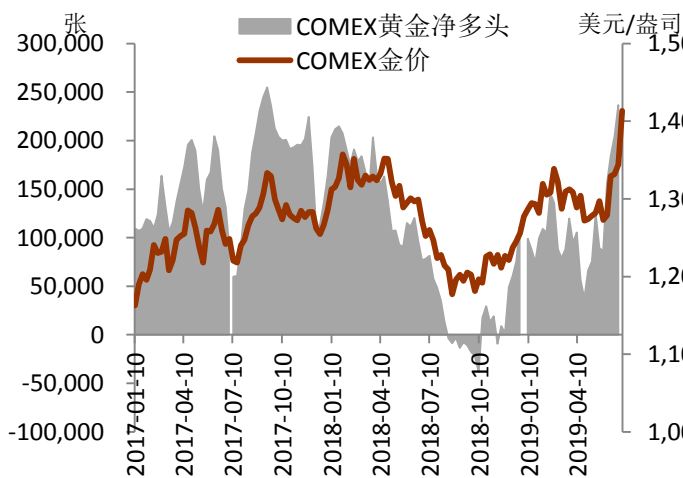
### CFTC 持仓变化

从 CFTC 公布的持仓数据来看，在 2019 年上半年，黄金期货非商业性净多头持仓总体而言呈现出持续走高的趋势。尤其在进入到 5 月后，随着市场对于美联储将会采取降息动作的预期不断增大，多空双方持仓差则是持续扩大，这依然显示出市场参与者对于黄金后市具有相对较强的信心。CFTC 最新公布的数据显示，截止 7 月 2 日，黄金期货的非商业性净多头持仓达到 312702 张，为近两年的高位。这可能是金价短期出现转向的信号。

白银 CFTC 的持仓来看，则是在进入 6 月后才出现了多头持仓高于空头的情况，资金流出程度远不及黄金。投机资金的持仓变化是助推行情的直接因素，这也在一定程度上解释了当下金银比价持续走高的原因。

图表 15 CFTC 黄金净多头持仓变化

图表 16 CFTC 白银净多头持仓变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

### 三、宏观因素分析

影响黄金价格的因素错综复杂，投资需求的波动大，金融属性决定了金价波动。从金融属性来看，金价主要受到美元指数和美国实际利率、以及地缘政治等因素的影响。其中，长期来看，美元指数与金价一直保持着稳定负相关性。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，特别是与欧元区经济强弱对比的影响。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，提振金价止跌反弹。另外，全球经济增长放缓，叠加中美贸易局势的反复趋紧引发的避险情绪升温，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，警示了美国经济的经济增长下滑的风险，也助推了金价的暴涨。

整体看来，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两个月出现大幅上涨的主要因素。

#### 1、美国经济增长放缓，但 7 月是否降息仍存疑

2019 年全球经济增长放缓明显，主要发达经济体中欧元区表现尤其低迷、日本亦乏善可陈，美国在第一季度的“一枝独秀”之后，进入二季度经济数据开始显著转弱。但最新公布的美国 6 月非农就业及制造业 PMI 指数均好于预期。美国 6 月 ISM 制造业 PMI 继续回落至 51.7，仍处于震荡回落通道，但下行趋势已有所减缓，主因生产及就业分项反弹，不过新订单指数再度下滑。整体看来，虽然美国的制造业 PMI 连续 4 个季度走弱，工业生产、投资、房地产趋弱，但消费增长温和，没有大幅下滑迹象，因此我们认为美国经济的回落也处在温和阶段。6 月的非农就业数据扭转了 5 月的颓势，更是提振了市场对美国经济的信心。

美国劳工部最新公布的数据显示：6 月新增就业 22.4 万人，高于市场预期的 16.5 万，也相比上月的 7.2 万显著反弹。近 6 个月月均新增就业 17.2 万，趋势依然强劲。薪资增速同比为 3.1%，低于预期的 3.2%，与上月基本持平，但结束此前连续回落态势。失业率 3.67% 相比上月的 3.62% 微升，因劳动参与率从上月的 62.83% 上升至 62.92%。6 月非农数据大幅高于预期，体现了美国劳动力市场的韧性超出此前市场预期，提振了市场对美国经济前景的信心。美元指数出现反弹，10 年期美债收益率也回升至 2.0% 以上。

预期在贸易、大选不确定影响下，美联储降息是大势所趋，但 7 月是否降息存存疑。就货币政策而言，前期市场对美联储年内降息 50 个基点的预期已充分体现，但联系到此前美联储主席鲍威尔的讲话与美联储内部对是否降息以及降息的频率仍有分歧，可能出现美联储最终降息不及预期的情况。若美联储如期降息，全球经济也难以在短期迅速回暖；且在降息空间有限的大背景下，降息在中长期的作用可能较弱，中长期全球经济隐忧仍存；若美联储降息不及预期，全球经济短期将受冲击，金融市场也将面临高位回落的风险。

## 2、欧元区经济再现颓势，货币可能进一步宽松

今年一季度，由消费者支出的增长推动的，欧元区经济从2018年下半年的疲软中有所反弹。但多个迹象显示，经济的复苏在第二季度并没有重演。欧元区经济数据再度走弱。欧元区制造业、服务业和消费者信心受全球贸易紧张影响延续下降趋势，且欧元区主要经济体德国、意大利等下滑显著，使6月经济景气指数现较大跌幅。最新公布的欧元区6月制造业PMI亦下滑至47.6，低于前值和预期，已经连续5个月萎缩。同时，德国、法国、意大利的6月制造业PMI也均不及预期。欧元区5月零售销售月率录得-0.3%，远低于预期和前值。欧元区零售销售连续第二个月下降，这是欧元区第二季度经济放缓的新迹象。

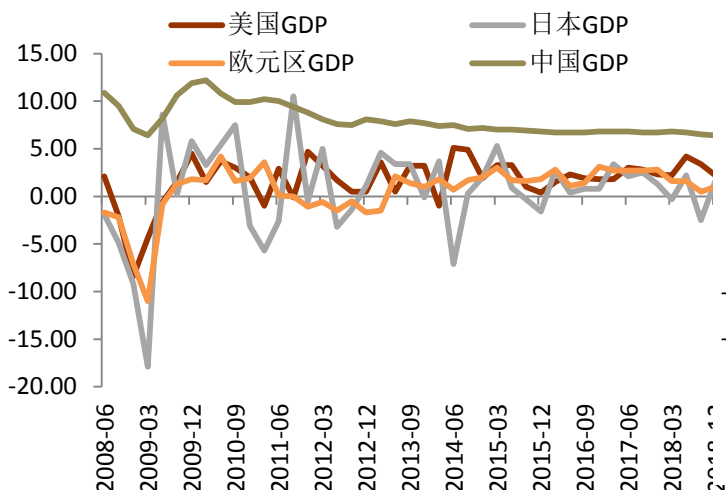
2019年6月欧元区CPI同比仅为1.2%。在经济复苏放缓、通胀疲弱背景下，欧洲央行再采取度货币宽松政策的可能性进一步增加。6月18日，欧洲央行行长德拉吉明确表示，更多次的降息是央行的工具之一；QE具有很大的空间。欧洲疲软的经济数据加大了市场对于欧央行宽松的预期。此外，欧元区经济仍面临很多的不确定性，包括英国脱欧以及内部结构性问题等。如果经济前景没有改善，我们预计欧洲央行将会有各种工具，包括降息、定向贷款和TLTRO-III等货币政策来刺激经济。

## 3、全球货币政策转向宽松

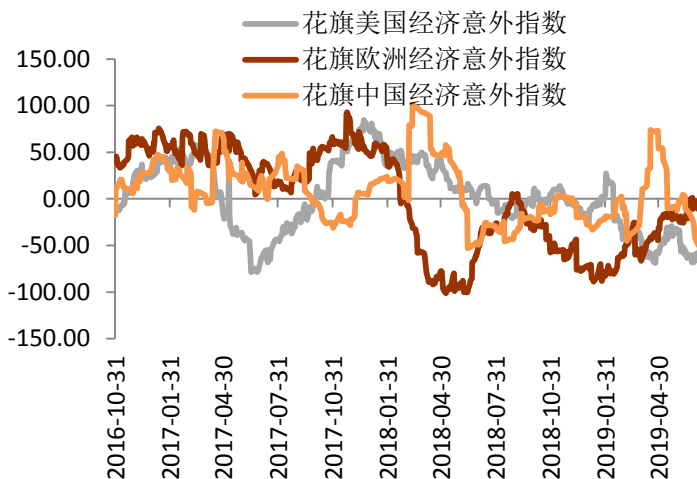
今年年初以来，多个新兴经济体国家进行了降息，包括印度、埃及、马来西亚和菲律宾等。5月发达经济体也加入降息大军，先是新西兰联储两年以来首次降息25基点，澳洲联储随后在6月和7月连续两个月降息共50个基点。

目前，全球主要央行酝酿降息的动作不断。6月美联储已经鸽派十足，随后欧洲央行行长德拉吉也明确表示降息是欧央行的一项工具。两大央行相继释放货币宽松信号，这意味着全球货币政策已经转向，全球央行再度进入了降息周期。总体来看，随着美联储、欧央行先后发出降息信号，而英国、澳洲央行已经开始降息进程，日本央行持续维持宽松，全球主要央行货币政策转已向新一轮宽松周期，接下来，可能会有越来越多的国家步入降息的浪潮。预计2019年下半年全球主要经济体货币政策将呈现宽松局面。

图表 17 主要经济体 GDP 增速变化

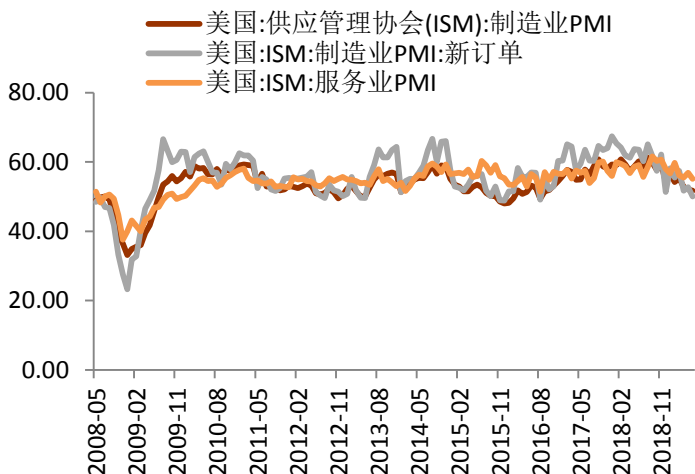


图表 18 全球主要经济体经济意外指数

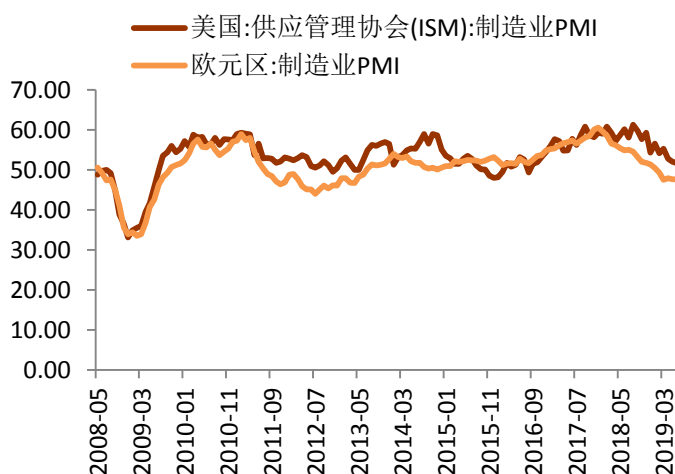


数据来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 19 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化

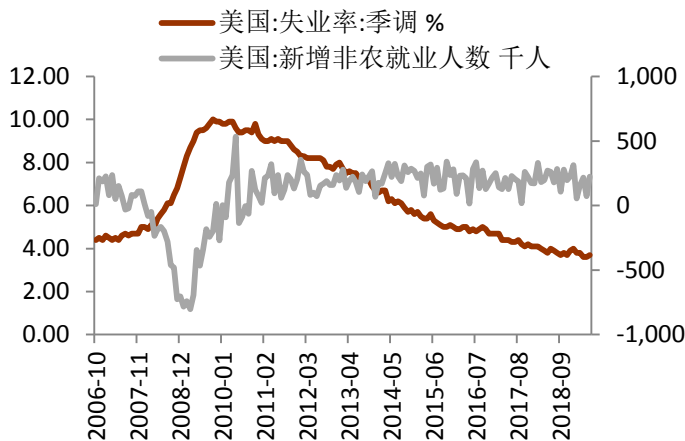


图表 20 欧美制造业 PMI 增速变化

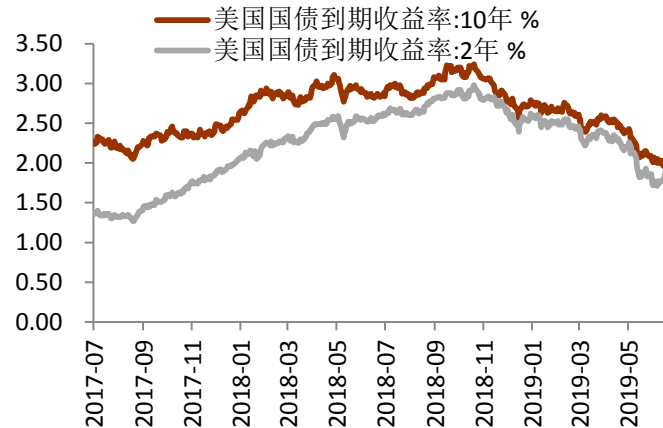


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 21 美国就业数据变化

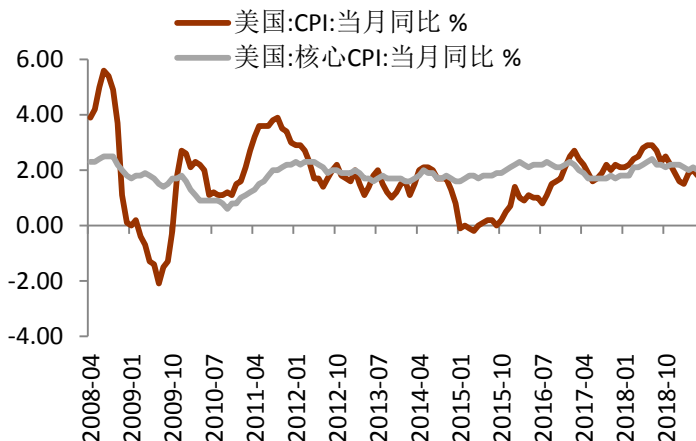


图表 22 美国 2 年和 10 年期国债收益率变化

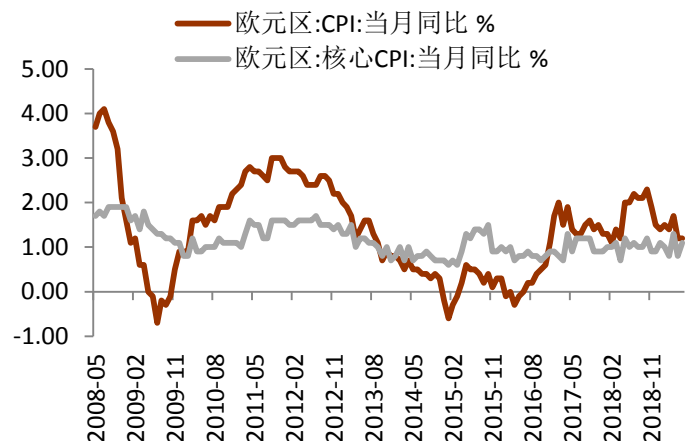


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 23 美国 CPI 增速变化



图表 24 欧元区 CPI 增速变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

## 四、市场结构分析

### 1、金银比价变化

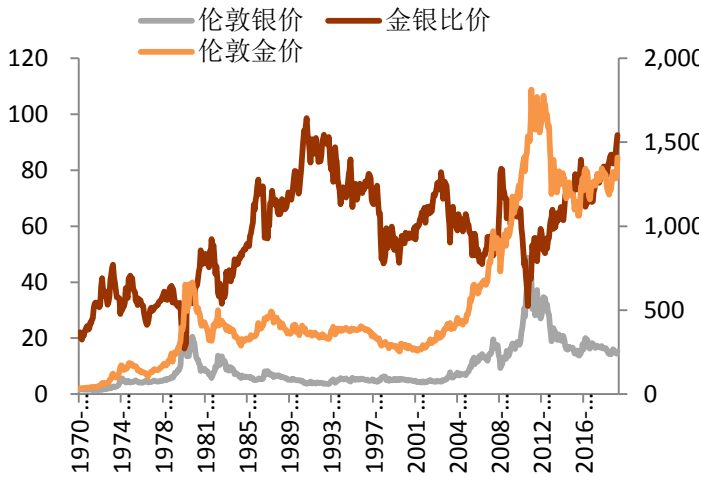
金银价格剧烈波动，是从 1971 年尼克松宣布美元与黄金脱钩开始的。之前黄金限定在 35 美元/盎司，白银价格在 1-1.5 美金/盎司左右，金银比价相对稳定

最近 50 年来，金银比价的波动区间也非常大，我们在 4 月份的专题报告里对金银比价做过分析。1991 年初出现的极限峰值为 98，极限谷值则出现在 1980 年，接近 16，平均值接近 60。整体看来，金银比价的阶段性走势与经济周期呈现出一定的弱规律性。如果经济处于衰退周期，白银价格下跌速度快过黄金；金银比价上涨。反之，若经济上行，金银比价会下跌。这种现象的内在原因，主要在于白银的商品属性更强。

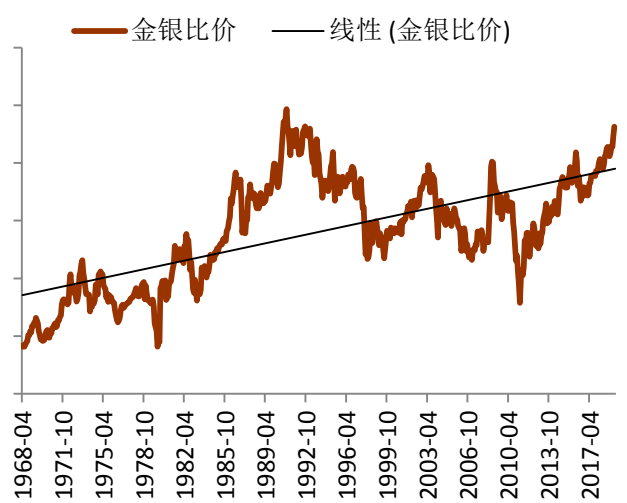
分析金银比价的长期趋势，我们可以得到以下几点规律：1、金银比价的重心在不断上移。2、金银比价的走势存在较强的趋势性。例如，从 1979 年至 1991 年的趋势性上涨历时 12 年，金银比价从 16 上涨至历史高位 98。而从 1991 年到 2011 年的趋势性下跌历时 20 年。3、中长来看，金银比价并不存在明显的回归。对于金银比价的套利，更合适用逻辑套利思想来指导交易。

从 2011 年开始，黄金价格的走势持续强于白银，金银比价进入新一轮上涨趋势之中，并在 6 月初突破 90，至今尚未见结束的信号。预计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 25 COMEX 金银比价变化

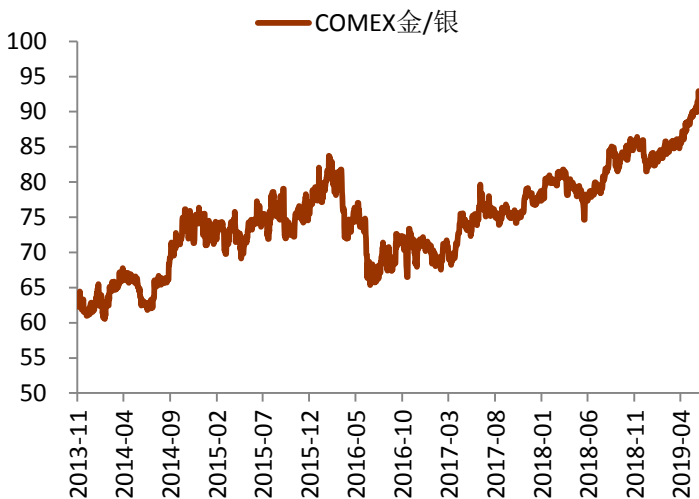


图表 26 金银比价的线性趋势

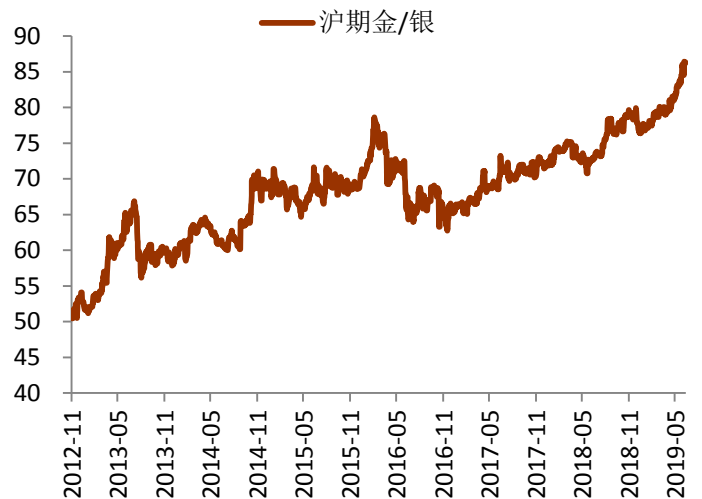


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 27 COMEX 金银比价变化



图表 28 沪期金银比价变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

## 2、黄金原油比价变化

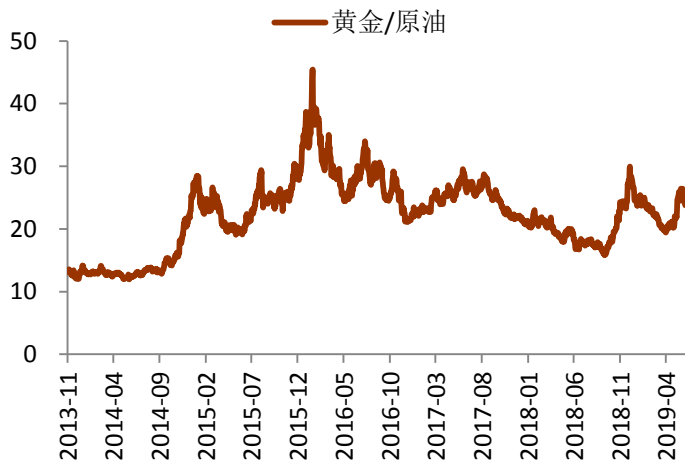
黄金原油比价的波动近几年也明显加大。黄金原油价格比价的最高点在 2016 年 2 月，对应原油价格在 26 美元/桶的历史地位，甚至低于 2008 年金融危机时的低点。原油产量增加、页岩油成本的不断下降，以及消费前景的暗淡，都让原油价格承压。

虽然 OPEC+ 联合减产及延长联合减产一定程度上使油价走出低谷，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，原油价格依然徘徊在 50-70 美元之间震荡，难以强劲反弹。原油价格的重心或会不断下移，目前全球主要经济体面临的是通缩问题而不是通胀。

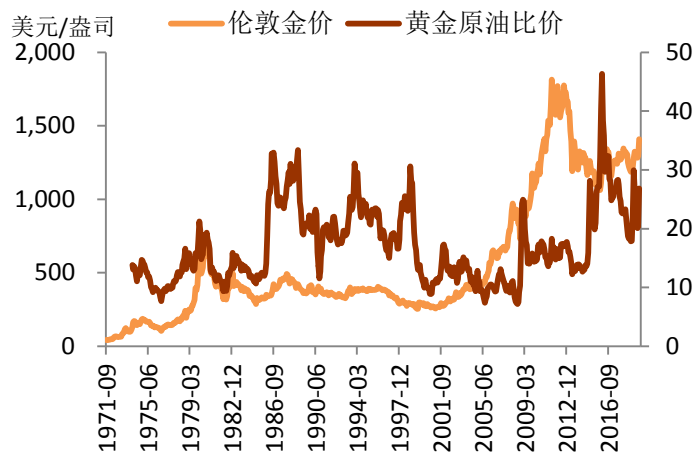


目前黄金原油的比价从 20 下方回升到至 25 上方。整体看来，原油价格仍处于相对较低的位置，黄金原油的比价处于中值范围，从趋势上看，黄金原油的比价重心会上移。

图表 29 黄金/原油比价变化



图表 30 金价与金油比价对比



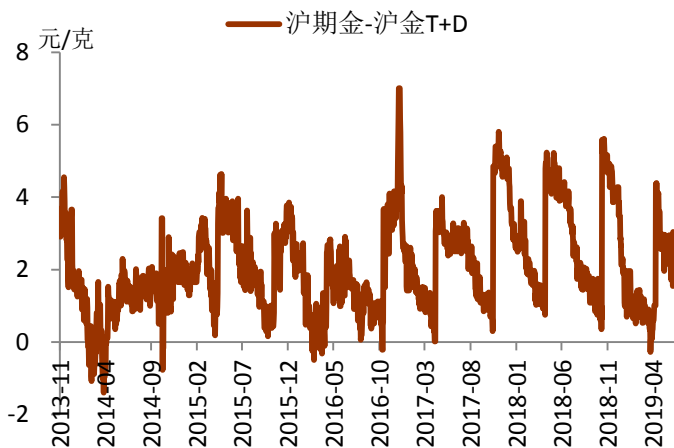
数据来源：Wind，铜冠金源期货

### 3、期现价差变化

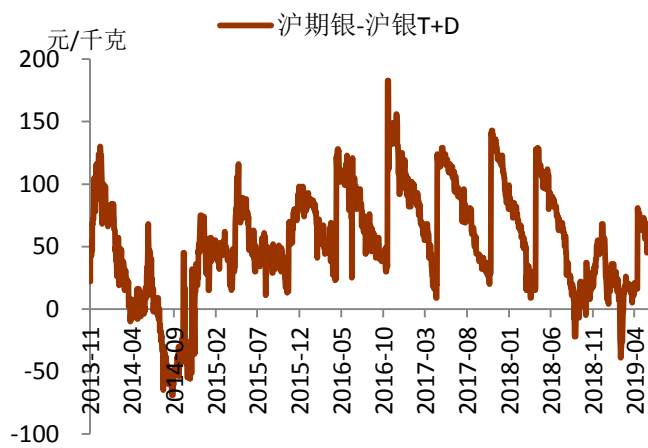
从期现价差来看，因沪金银期货只有 6 月和 12 月合约交易活跃，近月合约会在交割月的前一个月移仓至半年后的合约，移仓换月使得国内金银的期现价差以半年为周期出现规律性变动。进入 5 月后，沪金银主力纷纷移仓换月至 12 月合约，金银主力合约与现货价格的价差再度出现规律性扩大。随着时间的推移，沪金银期现价差的会持续缩小，特别是白银期现价差缩小的趋势还会持续，因 2018 年商业银行获准进入市场而挤压了贸易商的利润。

今年 3 月，白银的期现价格出现了罕见的持续两周期现倒挂的情形。2019 年 3 月 5 日政府工作报告明确宣布我国的增值税税率中的 16% 的税率将降为 13%，沪银 1906 月合约价格当天即大幅下挫，而后沪期 1906 合约与沪银 A+D 的价格一直保持倒挂，直至 3 月 15 日政府正式宣布 4 月 1 日开始降税之后，期现倒挂的情形才开始修复。这是因为调降增值税的影响，白银期货的价格为含税价，降税直接影响到白银期货的价格。

图表 31 沪期金与沪金 T+D 价差变化



图表 32 沪期银与沪银 T+D 价差变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

#### 4、贵金属库存变化

库存方面，COMEX 黄金期货的库存从今年年初开始就处于下降趋势，而白银期货的库存则持续增加，直至 4 月份才增势趋缓。截止 2019 年 7 月 5 日，COMEX 黄金的库存为 7696680 盎司，较年初减少 737582 盎司，降幅为 8.75%；COMEX 白银的库存为 306574967.65 千盎司，较年初增加 12673672 千盎司，增幅为 4.31%。

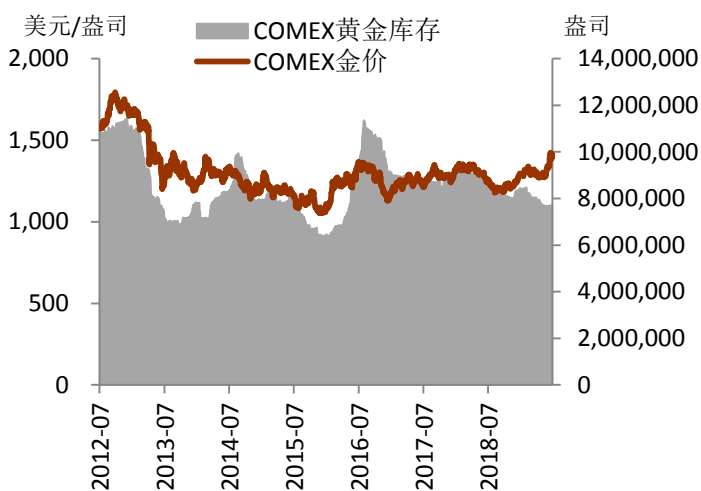
从上海期货交易所和上海黄金交易所的白银库存的数据来看，上海期货交易的白银库存从今年 2 月份开始有所下降，但上海黄金期货交易所的白银库存从 2018 年四季度就持续快速增加，目前处于 3066 吨的历史高位。整体看来，全球的白银显性库存处于持续增加的过程之中，这也对银价的走势影响压制。高库存在一定程度上体现了白银的工业需求的走弱，也金银比价保持高位互相验证。

图表 33 COMEX 贵金属库存变化

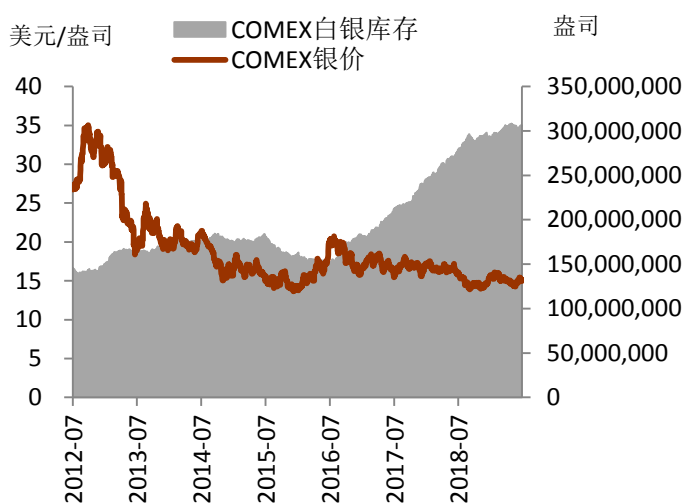
	2018/7/6	2019/6/4	2019/7/5	较上月 增减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	8754555	7672334	7696680	24346	0.32%	-1057875	-12.08%
白银(千盎司)	278801	304940.9	306575	1634	0.54%	27774	9.96%

数据来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 34 Comex 黄金库存变化



图表 35 Comex 白银库存变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 36 Comex 黄金库存变化



图表 37 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：

中长期看，在目前美国经济的相对优势减弱的背景下，美元指数回调的概率加大，将对中长的金价走势形成支撑。全球货币政策转向宽松也利好长期金价。短期来看，6月非农数据的好转使得市场对美联储会在7月大幅降息的强烈预期出现修正，美元指数的反弹将使得前期涨势过猛金价有所修复，近期金价有可能会呈宽幅震荡的走势。

从技术形态上看，下半年COMEX期金主力合约的主要波动区间在1350-1450美元/盎司之间。COMEX期银主力合约的支撑位在14.6-15.6美元/盎司之间。

当前全球贸易局势复杂多变、以及地缘政治风险增加，避险需求将使得金价走势持续强于银价。我们继续看多金银比价。

投资策略建议：沪金银回调后做多  
做多金银比价

风险因素：美国经济数据好于预期

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。