

## 研究员信息

有色金属组：白素娜

0592-5897833

baisn@itf.com

执业证号：F3023916

投资咨询号：Z0013700

## 【贵金属】金价重挫之际：转空，还是抄底？

## 摘要：

受中美贸易局势取得超预期结果的影响，昨夜市场风险情绪暴涨，三大美股再度齐齐创下历史新高，美债收益率反弹，人民币兑美元强劲升破 6.97 关口，贵金属等避险资产价格大幅下挫。伦敦现货黄金重挫近 30 美元/盎司，低位触及 1460.4 美元/盎司，内盘金价因人民币反弹承受更大的压力，沪金 1912 合约低位触及 328.85 元/克，双双创 3 个月低位。

短期内，重点仍在贸易进展，内盘需进一步关注人民币汇率。若中美继续释放谈判利好，人民币维持阶段性反弹，金银仍存有一定调整风险。

但在经历昨晚风险偏好的爆发式释放后，金价此轮自高位已回调近 10%；我们认为未来市场将逐步回归理性对待风险偏好，因阶段性的中美贸易局势超预期缓和无法对黄金构成中长期的利空。中期，在中美全面达成协议的道路依旧存较大不确定性，美国经济下行愈发临近，全球经济放缓将愈发凸显，避险大环境难以改变和美联储即使暂时按下降息暂停键但不影响实际利率中枢延续低位的大原则下，仍建议逢低买入黄金。此前，我们一直建议关注四季度黄金的中期多单买点，我们认为此次的重挫就是建立中期多单的机会，建议投资者可逐步开始轻仓入场。

## 一、市场风险偏好爆发式释放，金银重挫

昨日，中方商务部高峰说，如果(中美)双方达成第一阶段协议，应当根据协议内容，同步等比率取消已加征关税，这是达成协议的重要条件。高峰表示，中方对于关税问题的立场是一贯的明确的，贸易战由加征关税而起，也应由取消加征关税而止。至于第一阶段取消多少，可以根据第一阶段协议的内容来商定。高峰认为，双方按协议取消加征的关税，有利于稳定市场预期，有利于中美两国经济和世界经济，有利于生产者也有利于消费者。

受中美贸易局势取得超预期结果的影响，昨夜市场风险情绪暴涨，三大美股再度齐齐创下历史新高，美债收益率反弹，人民币兑美元强劲升破 6.97 关口，贵金属等避险资产价格大幅下挫。伦敦现货黄金重挫近 30 美元/盎司，低位触及 1460.4 美元/盎司，内盘金价因人民币反弹承受更大的压力，沪金 1912 合约低位触及 328.85 元/克，双双创 3 个月低位。白银下挫幅度大于黄金，跌约 3%，伦敦现货白银跌至 17 美元/盎司关口附近，沪银 1912 合约一度跌破 4100 元/千克关口。

图表1：沪金主力价格走势



图表2：在岸人民币兑美元汇率走势图



数据来源：wind

## 二、两大因素导致金银此轮回调

近期，市场的两大焦点：中美贸易局势进展、美联储降息。

1)、中美贸易局势磋商取得超预期的进展：自 10 月中旬中美第 13 轮高级别经贸磋商传来中美口头达成“第一阶段”贸易协定的消息后，在过去的一个月时间里中美双方不断释放出谈判的利好消息，导致市场避险需求不断降温，金银承压震荡下挫。因智利局势，APCE 会议被迫取消，随后有消息称，中美双方第一阶段协议的

签署时间将延长至 12 月。昨日中方商务部表态称，达成协议的重要条件是中美双方“同步等比率取消已加征关税”。因市场对达成第一阶段协议的预期较高，这一消息或意味着中美的贸易谈判取得较大的进展，同步等比率取消关税将变得极有可能。故这一点消息极大地刺激了市场的神经，使得市场风险情绪爆发式释放，故金价再现“断崖式”下跌。

2)、**美联储暂时按下降息“暂停键”**：在 10 月底美联储如期进行了年内的第三次降息，但声明暗示年内的“保障性”降息或已结束，鲍威尔和美联储官员也都强调了 2% 的通胀目标和将关注经济的表现来决定未来的行动，这意味着美联储将暂时按下“降息”暂停键，维持一段时间的利率水平不变。在美联储会议结束后，市场将焦点转向美国经济数据：10 月美非农表现亮眼，就业依然强劲；10 月 ISM 制造业 PMI 持续萎缩，但非制造业 PMI 反弹至 54.7，表明美国服务业依然稳健，尚可支撑经济。美国经济数据近期的稳健表现，进一步巩固了美联储 12 月不再降息的预期。此前美联储降息一直是黄金上涨的一大驱动力，故当前美联储暂时按下降息“暂停键”，或多或少也对贵金属市场造成一定打压，即使市场已经有所预期。

综上，中美贸易局势磋商取得超预期的进展导致市场避险急剧降温，美国经济数据表现稳健令美联储降息预期回落，二者是导致本轮金银调整的主要因素。由图表 3 可见，较 9 月初的高点，内盘金银因人民币反弹的打压，调整幅度高于黄金，黄金回调近 10%，白银回调近 15%。

图表3：本轮调整金银的振幅：内盘调整力度高于外盘，白银跌幅大于黄金

品种	近期高点	近期低点	振幅
伦敦金现	1557.1	1460.4	-6.21%
CMX黄金主力	1566.2	1461.4	-6.69%
伦敦银现	19.647	16.93	-13.83%
CMX白银主力	19.75	16.91	-14.38%
USDCNH	6.9535	7.1962	3.49%
沪金主力	363.85	328.85	-9.62%
沪银主力	4843	4085	-15.65%
Au(T+D)	360.7	328	-9.07%
Ag(T+D)	4810	4068	-15.43%

数据来源：wind

### 三、未来：黄金转空，还是探底回升？

在经历了昨日晚间的大幅下挫后，未来黄金将转空，还是探底回升？对于这个问题，我们先来看看目前的避险大背景环境是否改变，未来全球经济能否回暖，美联储不再降息后实际利率是否能否反弹？

1)、避险大背景环境是否改变？明年全球经济是否能回暖？对于这个问题我们的答案是否定的。即使近期中美贸易局势的缓和令市场避险情绪降温，风险偏好抬升，但在昨日晚间的爆发式释放后，我们认为后续市场将逐步回归理性对待风险偏好。

首先，中美当前达成的第一阶段协议只是“部分”协议，且尚未盖章签字，未来不排除仍有反复可能，且尚无法确定即使达成第一阶段协议，同步等比率取消关税的商品价值是否能如期到市场目前反应的自9月1日加征的约1100亿美元的商品。在这一背景下，因贸易局势缓和提振的风险偏好，一旦贸易局势出现反复，则风险偏好很可能再度迅速回落，故阶段性的中美贸易局势超预期缓和无法对黄金构成中长期的利空。对于中美贸易局势，我们更倾向于阶段性缓和的立场，全面达成协议依然较为困难，这一点依然是黄金的支撑。

其次，当前中美贸易局势的阶段性缓和无法令全球经济增长放缓的忧虑消退。受国际贸易局势恶化的拖累，全球经济增长放缓的现象在不断凸显。目前，欧元区，中日韩等都表现出极大的下行压力，仅有美国经济因强劲的消费仍维持着一定的增长韧性。但需要注意的是，美国制造业连续3个月萎缩，商业投资疲软，也意味着美国经济处于收缩的状态，经济放缓正在逐步蔓延至就业市场，所以未来美国经济面临偏下行风险也是不争的事实。故美联储通过三次“保障性”降息能否支撑美国经济还有待验证。

提到美国，顺便提一下，美国目前还面临着巨额的赤字，这也是一个极大的风险点。当前美国的联邦预算赤字已经达到9840亿美元，创下7年新高，预计在2020年将超过1万亿美元。面对巨额的赤字，2020年特朗普的选举连任和其财政政策必然会受到掣肘，故巨额的赤字对美国经济而言是个灾难性的存在。

最后，不得不提的是中东的地缘紧张局势、特朗普2020年连任选举的政治风险、全球不断抬头的民粹主义滋生的游行暴乱等等。

整体，我们预计中美全面达成协议的道路上依旧存较大不确定性，美国经济下行愈发临近，全球经济放缓将愈发凸显，避险大环境难以改变。随着经济数据的实质性走弱，市场对全球经济增长放缓的忧虑只会有增无减。这将导致全球市场的风险偏好难以真正抬升，一旦风险偏好下滑，黄金需求将得到较大的提振，为黄金再度开启反弹提供可能。

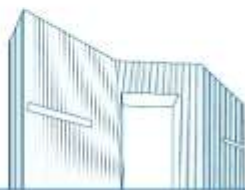
2)、美联储暂时按下“降息”暂停键后，实际利率是否能够反弹？对于这个问题我们的答案也是否定的。虽然美联储将维持利率水平一段时间不变，但是美联储重启扩表和延长回购操作表明美联储宽松政策方向难改。未来若经济数据出现实质性走弱，美联储明年不排除再度开启降息，故实际利率即使短期小幅反弹，长期中枢也将维持低位甚至不断下移，这一点将持续利好黄金。此外，今年以来已有逾 30 家央行降息，在全球宽松浪潮下，负利率主权债的规模在不断地增加，也令黄金的配置价值凸显。

**至此我们的结论是：**短期内，重点仍在贸易进展，内盘需进一步关注人民币汇率。若中美继续释放谈判利好，人民币维持阶段性反弹，金银仍存有一定调整风险。

但在经历昨晚风险偏好的爆发式释放后，金价自高位已回调近 10%；未来市场将逐步回归理性对待风险偏好，因阶段性的中美贸易局势超预期缓和无法对黄金构成中长期的利空。中期，在中美全面达成协议的道路依旧存较大不确定性，美国经济下行愈发临近，全球经济放缓将愈发凸显，避险大环境难以改变和美联储即使暂时按降息暂停键但不影响实际利率中枢延续低位的大原则下，仍建议逢低买入黄金。

### 免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货研发中心力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的



的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险 入市需谨慎