

【贵金属】——守正出奇 行稳致远

摘要

2020 年，预计美国经济仍存放缓风险，欧洲经济则有望逐步寻底，美欧经济差的收窄将令美元易跌难涨，利好黄金；预计美联储虽宽松步伐放缓，但难以复制 1998 年的加息路径，将仍会维持流动性宽松，全球低实际利率环境将会继续支撑黄金；预计特朗普大选、地缘政治、金融市场等不确定性将持续维持高位，黄金作为一种避险、保值资产的配置价值将进一步凸显。综上，预计当前的底部整固是为了未来能够更稳当的上涨，预计 2020 年黄金价格中枢上移仍可期。

2020 年，我们预计今年的三次降息行动将进一步传导至经济，中美贸易摩擦第一阶段的缓和将减轻外需压力，故美国经济至少在明年上半年左右仍会维持韧性增长，将限制金价涨幅；但国际贸易摩擦已使得美国当前投资、制造业生产均偏弱，且预计中美贸易摩擦长期过程仍存挑战，故需谨防制造业的疲态向服务业蔓延，薪资增速和个人可支配收入水平增长乏力或导致未来消费日渐承压，极低的失业率有回升风险和巨额的债务均为美国经济前景埋下隐患，特朗普大选的政治不确定性也会拖累美国经济，故我们判断美国经济明年面临的放缓风险将持续存在。而欧洲经济受益于欧央行的宽松和出口的边际改善，则有望开始寻底，美欧经济差距将进一步缩小，美元指数上方压力不减，利好黄金。

其次，目前美国就业稳健，核心通胀持稳，中美贸易摩擦第一阶段缓和均为美联储不再进一步降息提供了支撑，我们预计美联储明年大部分时间将会维持中性利率水平不变。但美联储不再降息不代表美联储会加息，也不代表美联储不宽松。基于美国经济长期而言大概率无法避免进入放缓周期、核心通胀距显著上升仍有距离、特朗普大选扰动等因素，我们判断美联储明年不具备加息可行性。且基于经济放缓风险尚存，美联储明年不排除再度降息可能，或者继续用扩表等货币政策工具来替代降息，进而继续释放流动性，维持宽松。在经济仍有放缓风险和美联储仍会维持宽松下，预计美国实际利率低位趋势难以扭转，将对金价构成较强中期支撑。

最后，预计明年国际贸易争端、美国大选、地缘局势等不确定性仍会继续对金融市场产生扰动，提升风险资产的波动率，增加黄金避险需求，叠加全球负实际利率债务规模大幅攀升之际，持有黄金的机会成本下降，黄金配置价值凸显。

操作策略：关注整固期间逢低布局中长线多单机会；关注人民币汇率波动带来的内外盘套利机会；产业客户关注利用黄金期权工具增厚收益策略。

以上观点，仅供参考。

专业·诚信·进取·共赢

国贸期货 · 投资咨询部

白素娜

联系方式：0592-5897833

投资咨询号：Z0013700

从业资格号：F3023916

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、2019 行情回顾

2019 年，在国际贸易局势不确定性的冲击下，全球经济放缓的忧虑不断升温，美联储在内的全球央行积极采取宽松的货币政策，实际利率大幅下行。在避险升温 and 利率下行的共振下，黄金价格大幅上涨。白银受制于商品属性不佳，较晚启动上涨，但弹性显著，故金银比价自 94 高位一度回落至 80 附近。人民币兑美元汇率跌破 7 重要关口，人民币贬值使得内盘金银价格表现优于外盘。

2019 年黄金价格的走势大致可以分为三个阶段：

第一阶段：年初至 5 月底，黄金价格震荡筑底。年初至 2 月中旬，美联储开始显露出鸽派预期，全球经济增长放缓担忧加剧，美股回调，市避险情绪升温，金价逐步攀升至 1350 美元/盎司附近。2 月下旬至 5 月底，美联储态度略转中性，中美贸易争端缓和，市场风险偏好攀升，美元指数重心上移，对金价构成压制，金价一度跌至 1266 美元/盎司附近。但在贸易局势不确定性下，全球经济放缓和货币政策的转向端倪初显，央行净购金和 ETF 持仓的流入，都支撑着金价，故金价不断震荡筑底。

第二阶段：5 月 30 日至 9 月 4 日期间，在避险升温 and 利率回落的共振下，金价大幅反弹，伦敦现货黄金高位触及 1557.1 美元/盎司，创 6 年新高，沪金主力高位触及 363.85 元/克，创 7 年新高。

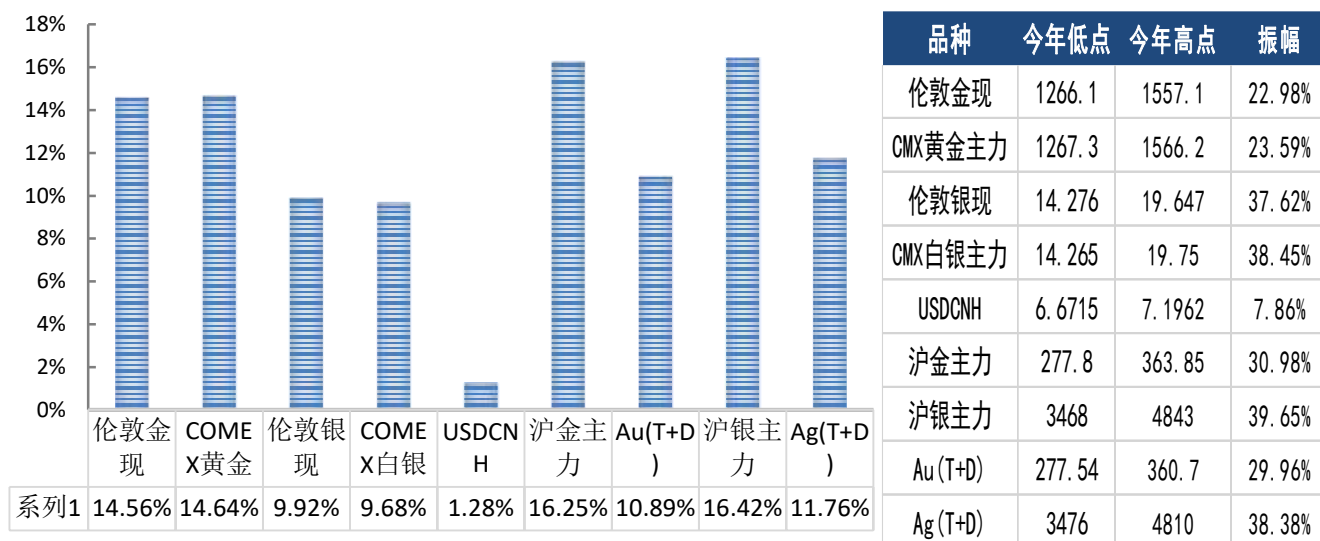
美国针对全球挑起经贸摩擦，中美局势预期转悲观，令全球经济衰退忧虑升温，避险需求上扬利好黄金。期间，长短端美债收益率更是一度出现倒挂，引发美国经济衰退担忧，同时多国国债收益率创下历史新低，负实际利率主权债规模显著增加，令黄金配置价值凸显，三季度全球黄金 ETF 增仓量和央行净购金量均创下数年高位；叠加中东地缘局势紧张升级和英国无序脱欧的扰动，黄金等避险资产受益上涨。

此外，因经济下行风险的攀升，全球央行调整货币政策，转向宽松，今年以来已有超 30 家央行降息。进入下半年，美联储年内降息预期急剧升温，于 7 月 31 日实施十年来首次降息，且 8 月连续第二次降息，欧央行释放 9 月降息的预期。全球央行的宽松预期和对经济的担忧，导致全球实际利率的大幅下行，进一步推升金价上涨。

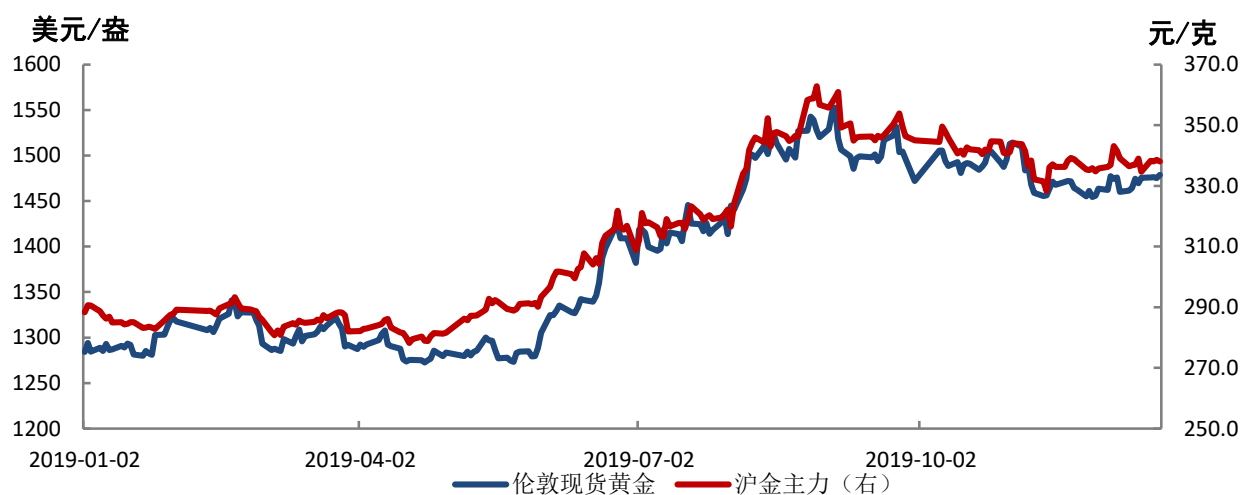
第三阶段：9 月 4 日至今，黄金价格震荡回落。此轮调整的主要原因是国际贸易紧张局势缓和、全球经济衰退压力暂缓、全球央行宽松步伐放缓。自 9 月以来，中美经贸磋商传出有望达成“第一阶段”协议，美国与其他国家陆续达成经贸协议，贸易局势改善，加上在各国央行积极采取宽松的货币政策的帮助下，全球经济衰退的压力得到一定缓解，叠加英国保守党赢得大选令无序脱欧可能性大幅降低，欧、美股市不断创历史新高，故市场整体避险需求回落，金价开始承压调整。此外，四季度美国经济数据表现良好，令美联储降息预期不断回落，美联储按下降息暂停键，12 月按兵不动，非美央行普遍跟随维持利率水平不变，全球央行宽松步伐放缓迹象明显，对金价构成打压。

备注：本文行情数据如无特殊说明截至 2019 年 12 月 13 日 15 点，涨跌幅较 2018 年 12 月 28 日收盘价。

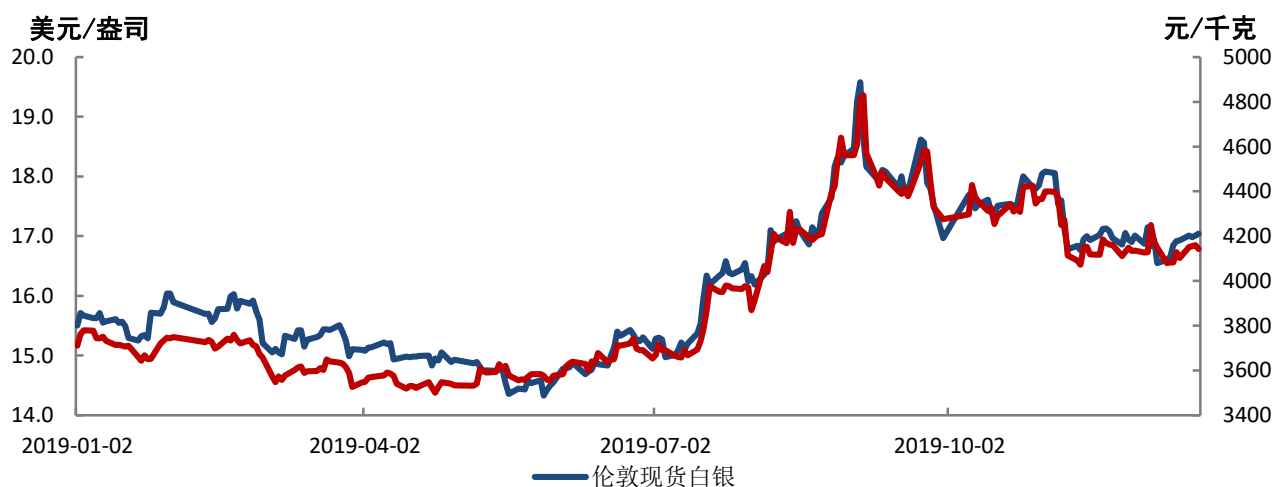
图表 1：2019 年贵金属市场表现



图表 2：2019 年黄金价格走势



图表 3：2019 年白银价格走势



数据来源：Wind

二、宏观影响因素

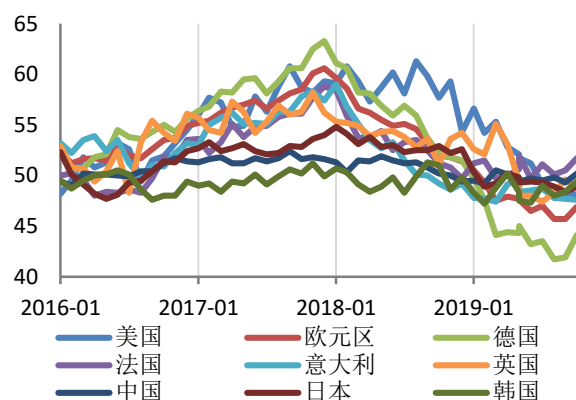
2019 年，避险升温 and 实际利率下行是贵金属价格这一轮上涨的两大重要驱动力。

今年以来，在中美贸易局势不确定性等多重因素冲击下，全球经济下行压力加剧，多个主要经济体制造业 PMI 显著下行跌破 50 荣枯线，陷入持续萎缩状态。全球经济放缓忧虑的升温，令多国国债收益率创下历史新低，全球负实际利率债券规模显著增加，美债长短端收益率曲线一度出现倒挂，加上全球地缘政治风险事件频发，避险情绪升温屡屡推升金价。

其次，受国际贸易局势不确定性和全球经济放缓忧虑的影响，美联储在内的全球央行积极采取宽松的货币政策，实际利率大幅下行，进而推动黄金价格显著上涨。如图表 6 所示，今年以来降息的央行已超过 30 家，主要以新兴市场国家为主，但不乏美国、欧元区、新西兰、澳大利亚等发达经济体。美联储年内进行三次“保障性”降息，10 月 15 日起每月购买 600 亿美元的短期国债，延长回购操作至 2020 年 1 月；欧洲央行年内降息 1 次，并宣布重启 QE，从 11 月起每月购债 200 亿欧元。

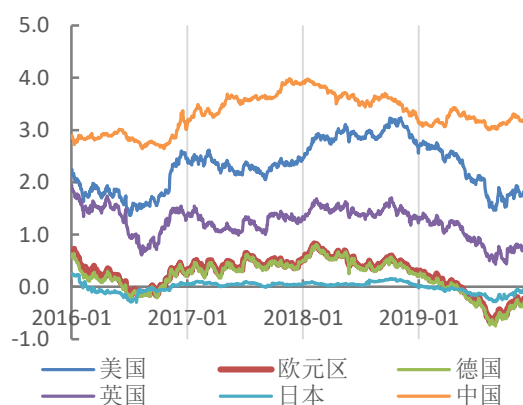
得益于各国央行积极采取的宽松货币政策和中美贸易摩擦的第一阶段缓和，全球经济衰退压力于四季度得到一定缓解，国债收益率曲线再度陡峭化并由倒挂转正，金价也因此震荡走弱。

图表 4：全球制造业 PMI 持续下行，近期反弹企稳



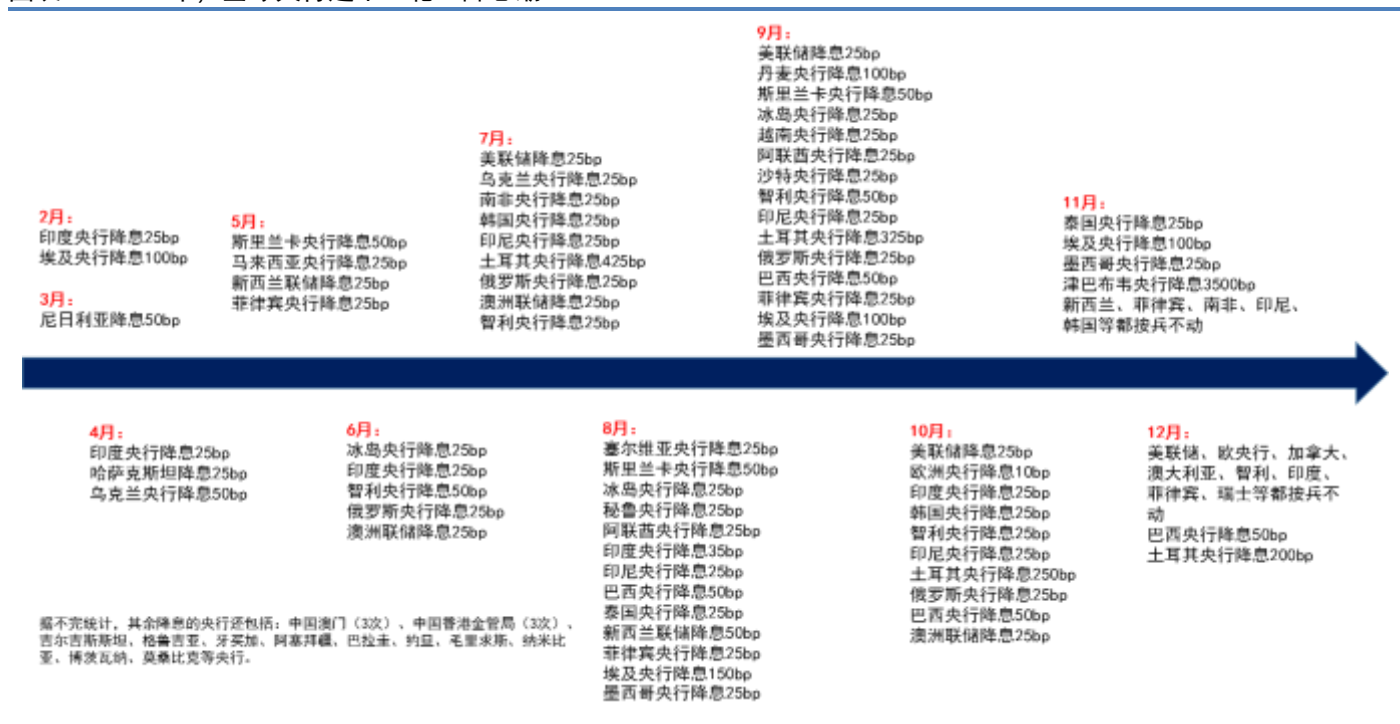
数据来源：Wind

图表 5：全球 10 年期国债普遍下挫



数据来源：Wind

图表 6：2019 年，全球央行迎来一轮“降息潮”



数据来源：国贸期货投资咨询根据公开资料整理（截至 12 月 13 日）

展望 2020 年，我们预计美国经济仍存放缓风险，欧洲经济则有望逐步寻底，美欧经济差的收窄将令美元易跌难涨，利好黄金；预计美联储虽宽松步伐放缓，但难以复制 1998 年的加息路径，将仍会维持流动性宽松，全球低实际利率环境将会继续支撑黄金；预计特朗普大选、地缘政治、金融市场等不确定性将持续维持高位，黄金作为一种避险、保值资产的配置价值将进一步凸显。综上，预计当前的底部整固是为了未来能够更稳当的上涨，预计 2020 年黄金价格中枢上移仍可期。

2.1 美国经济增长韧性，但仍面临放缓风险

2019 年下半年，受益于美联储实施的三次“保障性”降息和中美贸易摩擦的第一阶段缓和，美国经济前景保持正轨，距离衰退尚有距离。美国三季度 GDP 环比增长 2.1%，仍好于预期；10 月贸易赤字规模 472 亿美元，降至 2018 年 5 月来最低。叠加就业市场的稳健表现，薪资、通胀、消费者信心均回升，服务业 PMI 一直处于 50 以上，均表明美国经济维持增长韧性。“一枝独秀”的美国经济也再次支撑美元指数今年被动维持高位震荡。

2020 年，我们预计今年的三次降息行动将进一步传导至经济，中美贸易摩擦第一阶段的缓和将减轻外需压力，故美国经济至少在明年上半年左右仍会维持韧性增长；但国际贸易摩擦已经使得美国当前投资、制造业生产偏弱，且预计中美贸易摩擦达成第一阶段缓和，但仍是长期过程，故需谨防制造业的疲态向服务业蔓延，薪资增速和个人可支配收入水平增长乏力或导致未来消费日渐承压，极低的失业率也恐难持续支撑美国经济增长，巨额债务为美国经济

前景埋下隐患，特朗普大选的政治

风险也会拖累美国经济，故我们判断美国经济明年面临的放缓风险将持续存在。

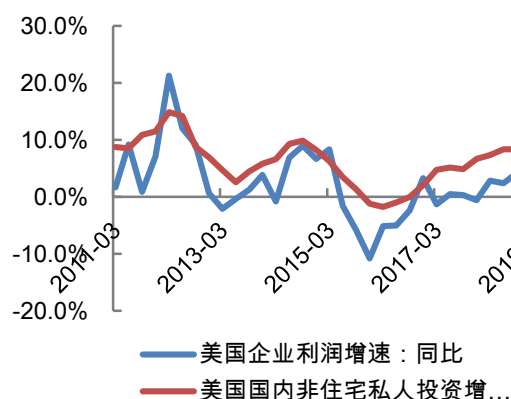
贸易摩擦已经拖累美国制造业、投资处于偏弱状态：美国 11 月制造业 PMI 连续 4 个月处于萎缩区间，私人企业利润持续滑落，私人投资增速持续下滑，增长动力明显不足。由于投资、制造业也是经济增长的重要动力，若持续维持弱势或加速下行，则会反过来对未来需求产生抑制，进而进一步加大经济的下行压力。

消费未来或有承压风险：消费是美国经济增长最大的驱动力，目前强劲的消费对经济形成极大支撑，表现在零售销售增速维持增长和消费者信心指数的回升。但耐用品新增订单同比下降，未来若制造业疲态向服务业蔓延，叠加薪资增速和居民个人可支配收入或无法持续上行，那么未来消费或日渐承压，恐会对美国经济造成一定拖累。

谨防失业率见底回升引发经济衰退担忧：目前美国就业市场稳健，11 月非农新增就业人数 26.6 万，创 10 个月来最大升幅；11 月失业率降至 3.5%，处于近 50 年历史低点。但极低的失业率恐无法支撑生产力的持续扩张，需警惕未来一旦失业率攀升，将引发美国经济衰退的担忧。自上世纪 60 年代以来，美国经济每轮衰退均伴随失业率的大幅攀升。

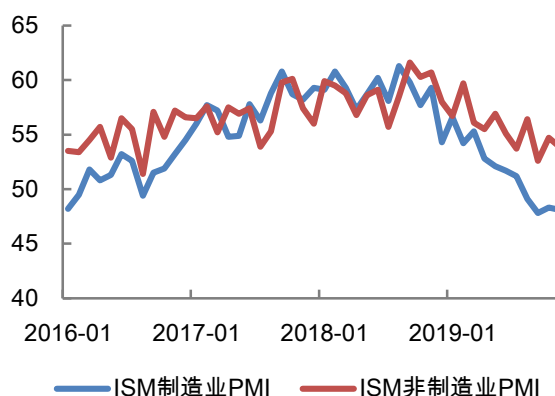
巨额债务正在美国经济前景埋下隐患：美国联邦政府财政预算赤字占 GDP 比重的不断增加，美国联邦政府债务持续攀升至历史新高，若美国联邦政府财政赤字以及债务的增长持续高于美国经济的增速水平，那么这可能将引发美国联邦政府财政支出以及债务不可持续的问题。且非金融企业负债在第三季度自 1991 年以来首次超过家庭负债，在公司投资疲软之际构成潜在的经济预警信号。如果美国企业负债继续攀升，那么可能会影响美国经济未来前景埋下重大隐患。

图表 7：美国私人企业利润、投资增速回落



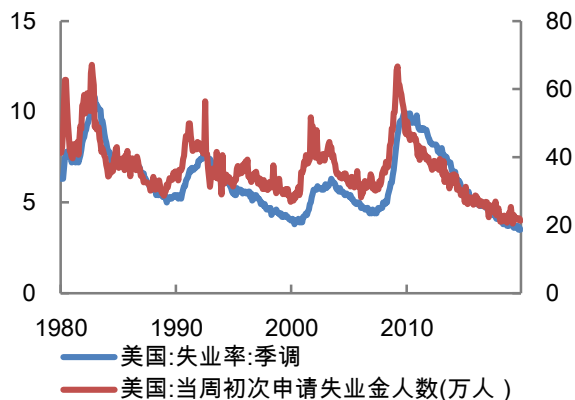
数据来源：Wind

图表 8：美国制造业仍处萎缩区间



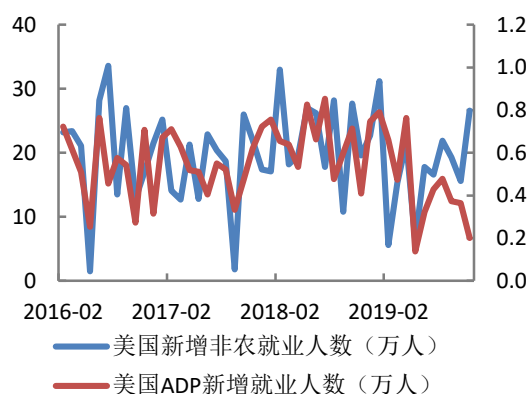
数据来源：Wind

图表 9：失业率和首申数据均处历史低点



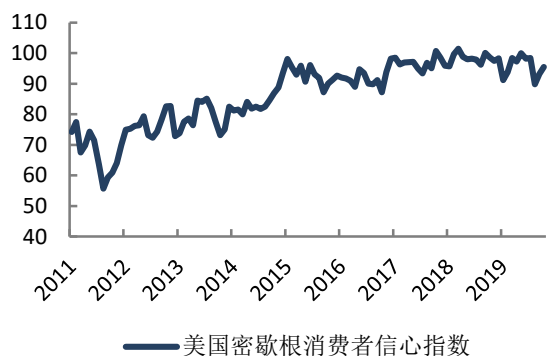
数据来源：Wind

图表 10：非农和 ADP 分化



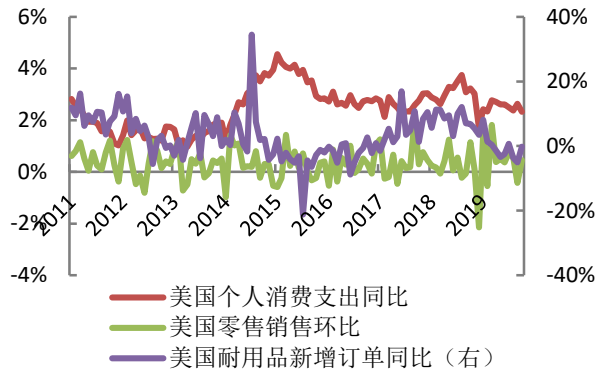
数据来源：Wind

图表 11：消费信心回升至 7 个月高位



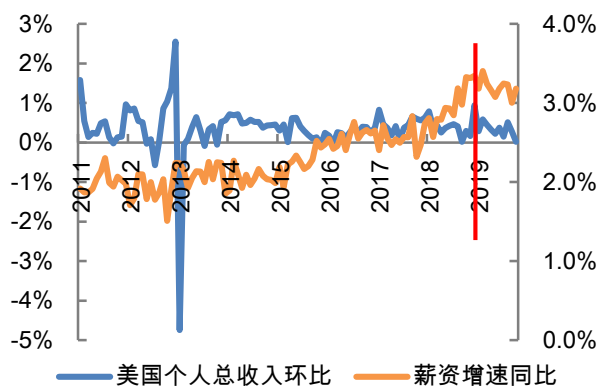
数据来源：Wind

图表 12：支撑消费的动力出现减弱迹象



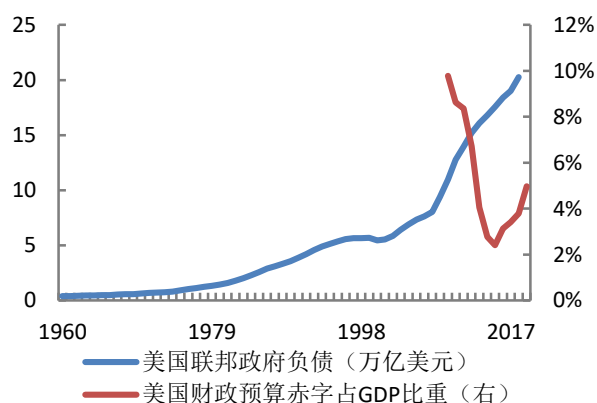
数据来源：Wind

图表 13：薪资增速和个人收入上升乏力



数据来源：Wind

图表 14：债务创历史新高 赤字占 GDP 比重上升



数据来源：Wind

2.2 美联储明年将维持中性利率水平，但仍会进一步释放流动性宽松

2019 年，在三次连续降息（累计 75bp）后，美联储于 12 月 12 日全票同意维持利率水平在 1.5%-1.75% 不变。声明删除前景围绕着“不确定性”的措辞，称劳动力市场表现强劲，经济温和增长，投资和出口仍然表现疲软，（但消费者）开支表现强劲，强调核心通胀仍低于 2%。点阵图显示到 2020 年底将按兵不动；对 GDP 的预期维持不变，下调今后三年失业率以及联邦基金利率预期。

美联储的双重职责是充分就业和稳定物价。由上述 2.1 分析可知，美国劳动市场强劲，非常接近充分就业；通胀方面，美国 11 月 CPI 同比 2.1%，升至 1 年高位，但美联储最看重的核心 PCE 这个指标相对稳定，美国 10 月核心 PCE 同比 1.6%，仍低于美联储 2% 的通胀目标。

目前美国就业稳健，核心通胀持稳，中美贸易摩擦第一阶段缓和均为美联储不再进一步降息提供了支撑，我们预计美联储明年大部分时间将会继续维持中性利率水平不变。但美联储不再降息不代表美联储会加息，也不代表美联储不宽松。基于美国经济长期而言大概率无法避免进入放缓周期、核心通胀距离显著上升仍有距离、特朗普大选扰动等因素，我们判断美联储明年不具备加息可行性。且基于经济放缓风险尚存，美联储明年不排除再度降息可能，或者继续用扩表等货币政策工具来替代降息，进而继续释放流动性，维持宽松。

美联储主席鲍威尔在 12 月的新闻发布会称提及“美国当前的经济形势有别于 1998 年，FOMC 的加息需求偏低。”回顾历史，我们可以看到在 1998 年，美联储迅速响应 3 次“保障性”降息，共计 75bp，使得美国成功避免衰退，为近四十年来唯一一次美债长短端收益率曲线倒挂后没有衰退的情形，随后美联储开启新一轮加息。1998 年全球处于新一轮全球化的上升期、中国开启 10 年增长上行周期，这与当前的环境有较大的差异。当前全球是处于一轮下行周期，中国经济已经无法保持高速增长，且增长压力仍较为突出。故我们认为此次美联储的 3 次“保障性”降息或可令美国经济衰退压力暂缓，但从时间长度而言，大概率无法避免美国经济进入放缓周期。且从美联储暂停降息后，虽美债收益率企稳，但仍维持在较低水平，表明市场仍认为此前的宽松不一定能带来经济的企稳。而美联储自 2019 年 10 月份以来就屡屡强调未来的货币政策取决于经济数据，所以我们认为在美国经济尚存放缓风险之际，美联储明年不具备加息的可行性。更甚者，若是经济数据再度出现走弱，美联储并不排除明年再度降息的可能。

此外鲍威尔还表示“将坚定地恪守实现 2% 通胀目标的承诺，若需要将购买更多付息证券，加息前提是通胀持续显著上升。”正如我们上文所提及的当前美联储所看重的核心 PCE 指标仍低于 2%，美联储距离通胀显著上升仍有距离，叠加特朗普大选的扰动，我们认为美联储亦难以复制 1998 年重新步入加息的轨道。

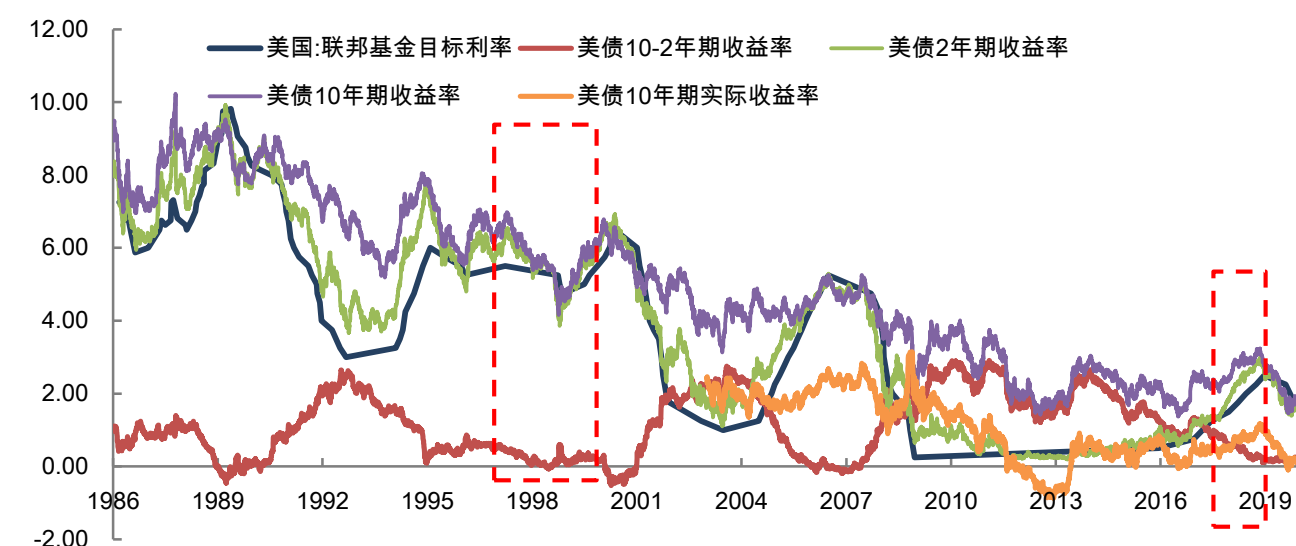
通过上述分析，我们看到美联储明年并不具备加息的条件，且我们预计美联储即使不再降息，也仍会维持宽松。首先美联储维持利率水平不变，就减轻了市场对利率攀升的担忧，本身就是维持一个偏宽松的状态；其次，美联储从 2019 年 10 月 15 日起，每月购买 600 亿美元国库券来扩大资产负债表，表明美联储的宽松意愿仍存。且未来美联储不排除继续使用

扩表等货币政策工具来替代降息，

甚至若经济再度出现走弱，不排除仍有降息可能进而继续释放流动性，维持宽松。最后，从流动性角度而言，自今年9月下旬开始，美国货币市场开始出现资金短缺，回购利率飙升；虽美联储十年来重启隔夜回购，但这一问题尚未得到解决，仍有继续释放流动性的需求。

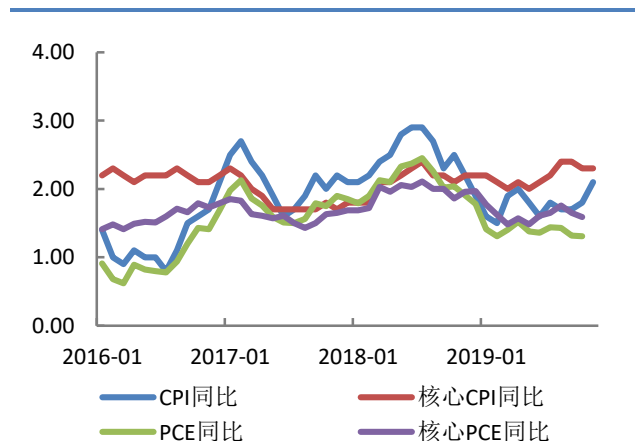
在四季度受益全球央行积极采取宽松的货币政策和中美贸易摩擦的第一阶段缓和，全球经济衰退压力得到一定缓解，国债收益率曲线再度陡峭化并由倒挂转正，金价承压调整，因黄金与实际利率存在较强的负相关关系。所以未来黄金价格走势的一大核心关键是10年期美债实际收益率（代表实际利率）是向上还是向下，美国经济走势和美联储的货币政策则是影响实际利率的主要因素。由上述2.1和2.2的分析可见，我们判断美国经济仍有放缓风险，美联储仍会维持流动性宽松，故我们预计2020年美国实际利率将继续保持低位，将会对金价构成较强中期支撑。

图表 15：全球经济格局改变，美联储难以复制 1998 的加息路径，实际利率将维持低位



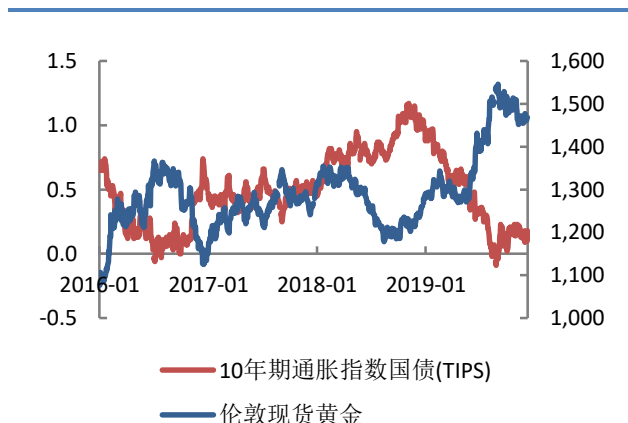
数据来源：Wind

图表 16：美国通胀压力温和



数据来源：Wind

图表 17：美国实际利率维低位，利好黄金



数据来源：Wind

2.3、欧洲央行仍会维持宽松，欧洲经济或逐步寻底

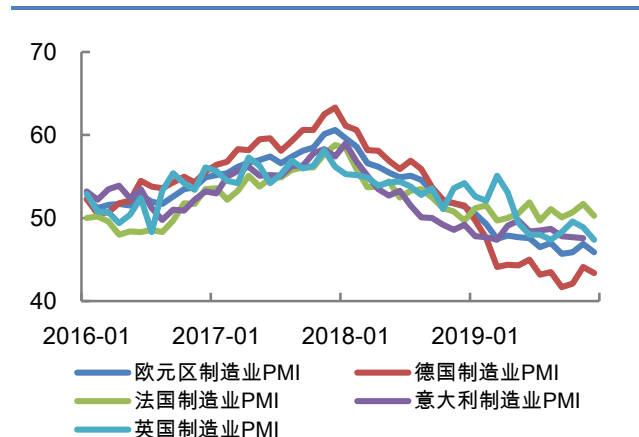
目前欧元区经济仍非常疲软，表现在欧元区制造业 PMI 自 2 月以来已经连续 11 个月处于 50 荣枯线之下，投资者信心指数也维持了近半年的负值。但自欧央行 9 月降息 10 个基点至 -0.5%，刷新历史低位，并重启 QE（从 11 月 1 日起购债 200 亿欧元/月）后，叠加国际贸易局势出现缓和，欧元区的制造业 PMI 下行态势得到缓解，投资信心指数在 12 月也由负转正。

2019 年欧元区的疲软来源于内需和外需的双重拖累。但预计 2020 年欧洲央行仍会维持宽松，加上结合财政政策，欧元区内需有望企稳，外需则有望受益于出口的边际改善，故欧元区经济 2020 年有望逐步寻底。

在目前欧元区经济疲软的背景下，消费较难对欧元区经济形成有效拉动；但欧洲央行新任行长拉加德呼吁欧元区各成员国扩大生产性投资，挖掘内部增长潜力；她在 12 月的货币政策会议上也表态“需要长时间高度宽松的政策立场，将从 2020 年 1 月份开始进行政策评估”。基于欧洲经济疲软，通胀距离 2% 仍遥远，故我们预计 2020 年欧洲央行仍会维持宽松的货币政策，且有结合财政政策的可能，货币和财政的共同发力下或使得欧元区内需有望企稳。

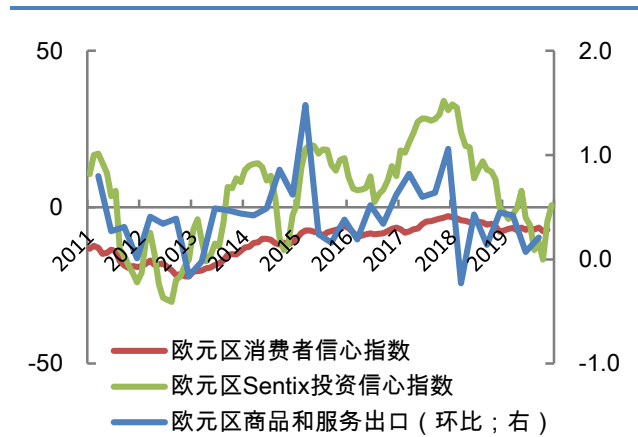
外需方面，受国际贸易环境的恶化和中国经济增长放缓的影响，2019 年欧元区出口显著走弱。但伴随着中美第一阶段贸易摩擦的缓和，中国外需不确定性有所缓解，中国 11 月制造业 PMI 重返 50 荣枯线，表面中国经济短期有企稳可能，故预计欧元区出口有望边际改善，进而对欧元区明年的经济拉动构成一定贡献。

图表 18：欧洲各国制造业 PMI 下行态势暂缓



数据来源：Wind

图表 19：经济景气指数回升，出口或边际改善



数据来源：Wind

2.4 美国与欧元区经济差的收窄或令美元指数承压回落

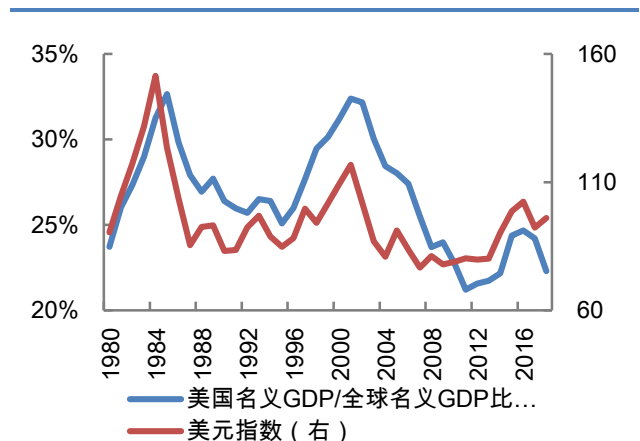
美元指数是通过计算美元和对选定的一揽子货币的总的变化率，来衡量美元的强弱程度，从而间接反映美国的出口竞争能力和进口成本的变动情况。简单的来说，美元指数反映的是美国经济与非美经济之间的强弱关系。由于欧元在美元指数中占比最大，达到 57.6%，故欧美经济间的边际变化对美元影响较大。

2019 年，全球政治经贸格局出现重大转变，全球央行的积极宽松表明全球经济增速放缓并逐步进入下行周期的事实已经基本确认。虽然美国经济仍维持着“一枝独秀”态势，但我们可以看到美国 PMI 与欧元区 PMI 之差从 2019 年二季度就已经开始向下。

2020 年，根据上述 2.1 和 2.3 的分析可知，美国经济明年放缓的风险将持续存在，欧元区和中国的外需或有望受益于国际贸易局势的边际缓和而呈现改善迹象，故欧元区经济或有望逐步寻底，中国经济短期或有企稳可能。基于上述，我们预计 2020 年美国经济与全球经济之间的强弱关系也将迎来转变，美国“一枝独秀”光环将进一步暗淡，美国与非美经济体之间的经济差有望收窄，美元指数将跟随着欧美经济差的收窄承压回落。

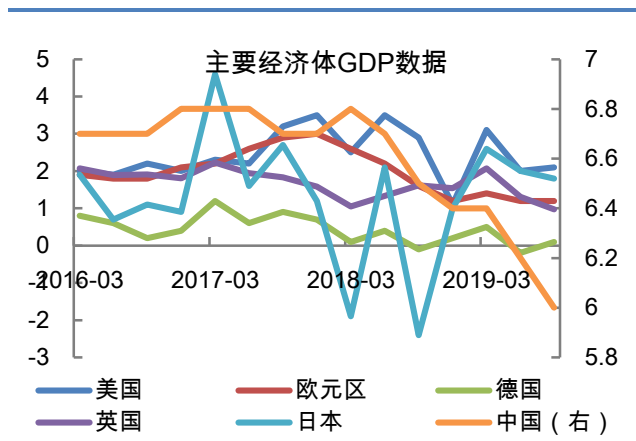
其次，英国首相约翰逊所在党派保守党赢得 12 月大选，英国明年与欧盟达成脱欧法案的概率上升，且英国 2020 年也有望转向宽松的财政政策，预计 2020 年英国经济或温和衰退，断崖式下跌风险放缓。故英镑或亦有支撑，也将间接使得美元指数承压。

图表 20：美国经济占全球经济比重下滑 美元承压



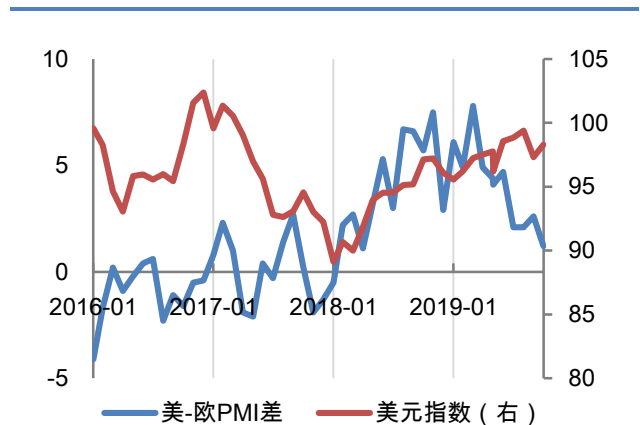
数据来源：Wind

图表 21：美与非美经济差有望收窄



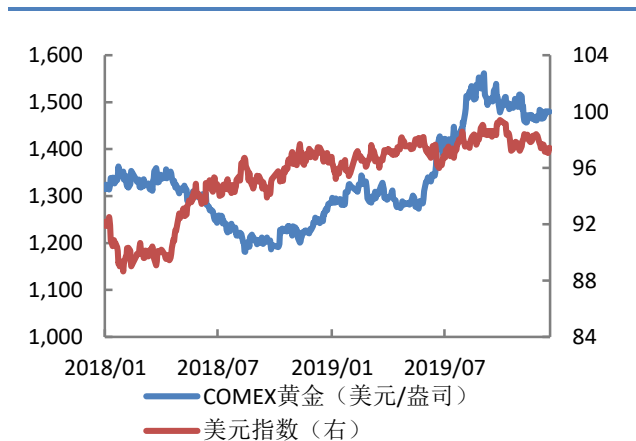
数据来源：Wind

图表 22：美-欧 PMI 差收窄，美元未来将承压



数据来源：Wind

图表 23：美元指数与黄金价格走势



数据来源：Wind

2.5 贸易争端、特朗普大选、地缘、负利率债规模均令黄金配置凸显价值

2020 年，我们预计国际贸易争端、美国大选、地缘局势等不确定性仍会继续对金融市场产生扰动，提升风险资产的波动率，进而增加对黄金等避险资产的需求，支撑金价；且全球负实际利率债务规模大幅攀升之际，持有黄金的机会成本显著下降，黄金配置价值凸显。

2019 年 12 月 13 日，中美双方第一阶段经贸协议文本达成一致。美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。具体为取消 12 月 15 日对剩余 1600 亿美元商品加征关税，对 9 月已加征的约 1200 亿美元商品的关税降至 7.5%，但对已加征的约 2500 亿美元商品维持 25% 的关税。至此，中美贸易摩擦第一阶段缓和落地。且 2020 年是特朗普的大选年，我们预计在竞选压力下，中美贸易摩擦延续边际缓和的可能性仍较大。

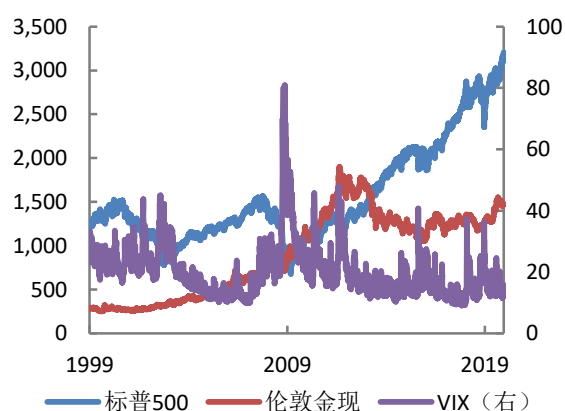
尽管预计 2020 中美贸易摩擦有望延续边际缓和，但以中美贸易摩擦为代表的国际贸易环境恶化给经济带来的负面影响已经造成，短期难以消除。且中美贸易谈判长期仍是个严峻的过程，在协议尚未落地之前，不排除还有反复摩擦的可能。中美贸易局势的不确定性仍会影响黄金的走势。

其次，预计明年伴随着特朗普大选拉开序幕，美国两党间的竞争将加剧美国国内的政治风险。2020 年 7 月美国民主党大选，2020 年 8 月共和党大选，2020 年 9 月美国总统竞选第一轮辩论，2020 年 10 月美国总统竞选第二轮辩论。

再者，2019 年全球多个国家地区的民粹主义逐渐抬头迹象更加明显，全球各地都出现了激烈的政治对抗，如不断爆发的大规模的群体游行示威事件等等。还有，围绕土耳其-叙利亚-伊朗-沙特等地区的中东地缘局势紧张在明年或进一步加剧。

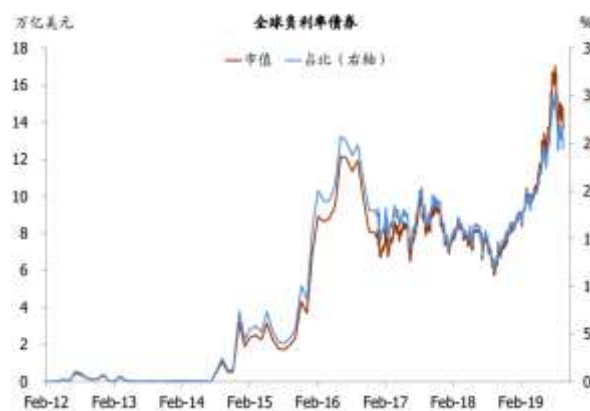
最后，目前全球有超过 70% 的国家主权债正以负实际利率交易，在全球负实际利率债务规模大幅攀升之际，持有黄金的机会成本显著下降。

图表 24：目前股市表现强劲，未来波动率将提升



数据来源：Wind

图表 25：全球负利率债券规模不断创历史新高



数据来源：中金公司

专业·诚信·进取·共赢

三、基本面分析

3.1 黄金白银供需情况

(1) 黄金：供给仍稳定，投资需求、央行购金激增均支撑金价

据世界黄金协会公布的数据显示：2019 年前三季度，全球黄金总供应量为 3584.8 吨，全球黄金总需求量为 3317.5 吨，仍呈现供大于求的格局。预计未来黄金的总供应量将维持稳定，供给端对黄金价格的影响不大。但需求端的变化对黄金价格的影响则较大，今年以来在避险升温 and 实际利率下行的共振下，投资需求激增，黄金 ETF 巨额流入，央行持续购金等再度成为黄金需求的重要驱动，对金价构成较大支撑。预计 2020 年在低利率和全球经济增长放缓的忧虑尚未消退的环境下，以及各大央行去美元化和多元化投资组合的坚定态度，黄金的金融需求仍会持续上涨，将为金价长期上行继续提供坚实的基础。

黄金需求主要分为实物需求（金饰、科技等）和金融需求（央行购金和投资需求等）。其中，金融需求依然是全球黄金需求的重要驱动。2019 年前三季度，全球黄金投资需求同比增长 31%至 1005.9 吨；2019 年第三季度，全球黄金投资需求同比大增 110%至 408.6 吨，其中黄金 ETF 流入水平激增，央行购金维持稳健；但因金价的大幅上涨，实物金需求受到抑制。

在 10 月全球黄金 ETF 总持仓规模创下历史高位，巨量的 ETF 资金流入成为支撑黄金需求增长的关键因素，有望长期支撑黄金价格重心上移：因第三季度宽松的货币政策和避险升温，推升了黄金的金融需求，故 ETF 的大幅流入抵消了其他需求的下滑，使得全球黄金在第三季度的需求维持增长。2019 年三季度全球黄金 ETF 的持仓量增长了 258.2 吨，为 2016 年第一季度以来的最高季度流入水平。相比去年同期的下降 103.8 吨而言，流入水平大幅攀升。在这其中，北美地区的黄金 ETF 在三季度增持了 184.9 吨，占全球增幅的 70%，因美联储开始降息政策推动了黄金需求。且至 2019 年三季度，全球黄金 ETF 的总持仓量达到了 2855.3 吨的历史新高，巨量的 ETF 流入表明投资者对黄金的看涨热情依然高涨。尽管在 11 月全球黄金 ETF 总持仓规模自前月的历史高位小幅回落，净流出 30.1 吨。但预计未来伴随着更高的不确定性及市场波动率下，将会支撑资产继续向黄金 ETF 的流入。

央行净购金持续，全球黄金储备创下自 2000 年以来记录的新高，全球央行追求多元化和进行对冲使得黄金再度备受央行青睐，将为金价长期上行继续提供坚实的基础。2019 年三季度，全球央行的净购金量为 156.2 吨，环比下滑 33%，同比下滑 38%。此处央行净购金环比、同比在三季度呈现较大幅度下滑的原因主要是，2018 年第三季度央行的净购金量达到 253.1 吨，创下历史新高，且 2019 年二季度央行的净购金量也高达 234.3 吨。尽管在三季度央行的净购金量出现较大幅度下滑，但 2019 年前三季度以来，全球央行已经净买入黄金 547.5 吨，同比上涨 12%，表明央行保持着稳健的购金力度。不仅如此，截至 2019 年三季度，全球黄金储备就高达 34501 吨，创下自 2000 年以来有记录的新高。

越来越多的央行加入了购金的行列，新兴市场央行增持黄金储备的热情最高，俄罗斯、中国、土耳其、哈萨克斯坦、波兰和印度在今年迄今的购买量中依然处于领先低位。截至 2019 年 11 月底，俄罗斯连续 34 个月净购金至 2252.06 吨，突破 1000 亿美元大关；中国也连续 11 个月增加黄金储备至 1948.31 吨；波兰央行则表示其今年至今已经购入 100 吨黄金；土耳其央行的黄金储备则跃升至全球第十四名。

金价走高，投资者获利了结导致金条与金币投资总量持续下滑：2019 年第三季度，金条&金币的总需求量为 150.3 吨，同比下滑 50%，三季度全球金币和金条需求创下 2008 年一季度以来最差季度。连续三个季度的下滑也导致 2019 年前三季度的金条与金币的投资总量仅有 628.7 吨，是十年来最低的需求。主要是因为金条&金币的投资者趁金价大幅走高后，获利了结导致的。

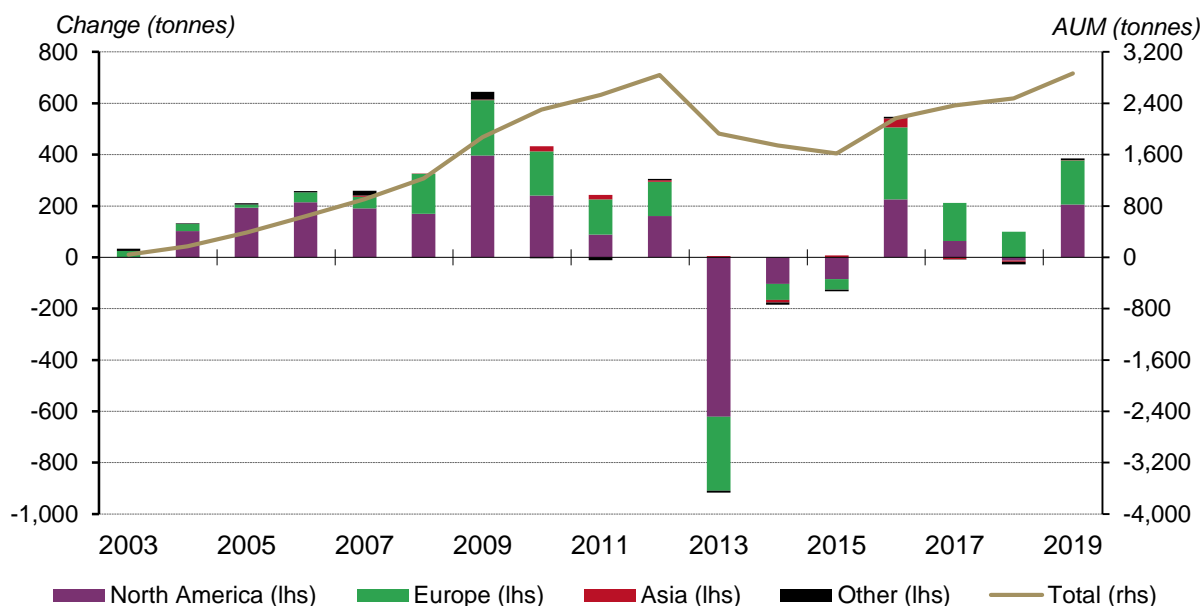
金价走高令实物需求下滑明显，尤其珠宝首饰：由于宏观环境和经济的不确定性，消费者信心疲弱，加上黄金价格大幅上涨，三季度许多货币计价的黄金刷新历史新高，进而抑制了主要市场的珠宝购买需求。故 2019 年三季度，金饰需求量为 460.9 吨，同比下滑 16%，是 2010 年以来最差季度表现。其中，印度三季度金饰需求同比下降 32%至 101.6 吨，中国三季度金饰需求同比下降 12%至 156.3 吨，中东地区金饰需求三季度下降 12%。科技用金的需求量为 82.2 吨，同比下滑 4%。

图表 26：2019 年全球黄金供需平衡表

单位：公吨	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
全球黄金供应量										
金矿产量	2,749	2,858	2,930	3,112	3,204	3,291	3,399	3,447	3,501	2,583
生产商净对冲额	-109	23	-45	-28	105	13	38	-26	-12	38
再生金量	1,679	1,651	1,671	1,248	1,188	1,121	1,282	1,156	1,177	963
总供应量	4,319	4,531	4,555	4,331	4,497	4,425	4,718	4,578	4,665	3,585
全球白银需求量										
金饰	2,057	2,104	2,157	2,726	2,531	2,459	2,101	2,237	2,241	1,521
科技	461	429	382	356	348	332	323	333	335	243
电子用金	327	317	289	279	278	262	256	266	268	195
其他行业	88	76	65	54	51	51	50	51	51	38
牙科	46	36	28	23	20	19	18	16	15	11
投资	1,634	1,738	1,616	818	887	967	1,622	1,276	1,164	1,006
金条和金币总需求量	1,204	1,502	1,312	1,730	1,066	1,091	1,072	1,046	1,092	629
实物金条需求量	921	1,190	1,015	1,358	780	790	797	782	778	427
官方金币量	196	228	186	271	205	224	207	188	241	154
奖牌/仿制金币	87	84	111	101	81	76	68	76	73	48
黄金ETFs及类似产品*	430	235	304	-913	-179	-124	550	230	72	377
各国央行及其他机构	79	481	569	629	601	580	395	379	656	547
黄金需求量	4,231	4,752	4,724	4,529	4,368	4,337	4,441	4,224	4,396	3,317

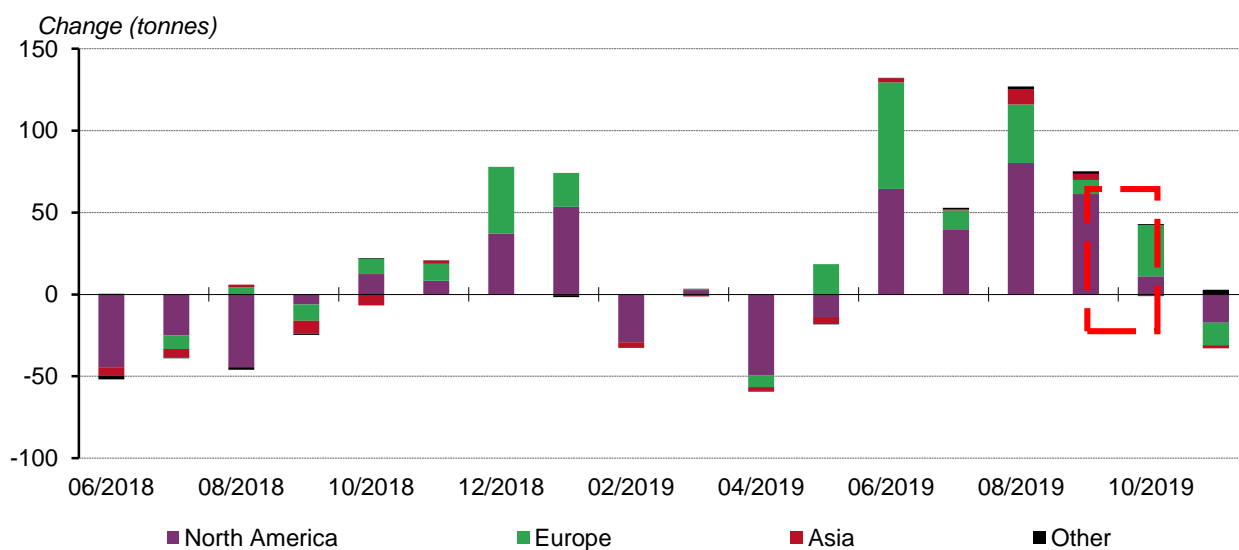
数据来源：世界黄金协会（WGC）

图表 27: 全球黄金 ETFs 及类似产品的持仓规模及年度变化



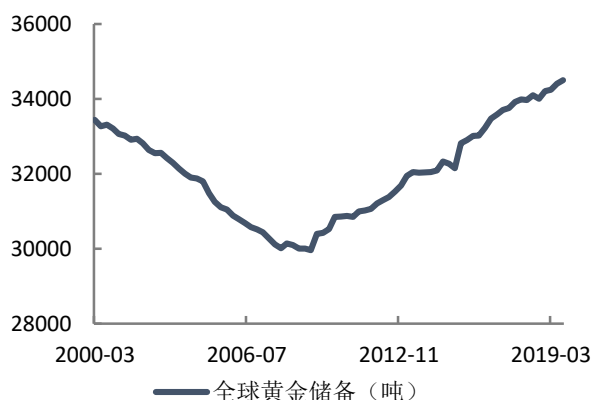
数据来源: Bloomberg; Company Filings; 世界黄金协会 (WGC)

图表 28: 全球黄金 ETFs 及类似产品的月度持仓变化



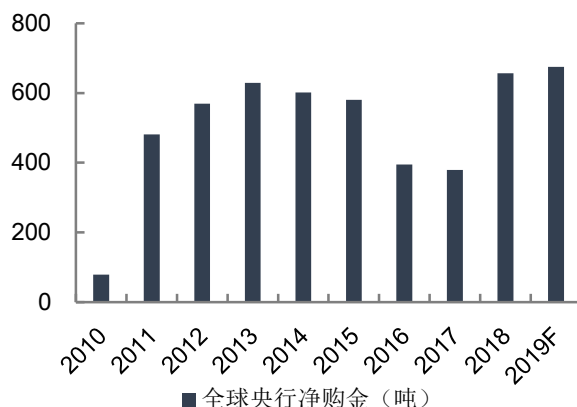
数据来源: Bloomberg; Company Filings; 世界黄金协会 (WGC)

图表 29：全球黄金官方储备创有记录以来新高



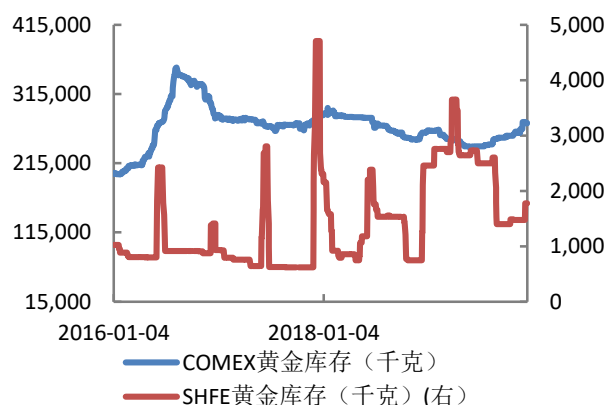
数据来源：Wind

图表 30：2010 年至今全球央行购金变化



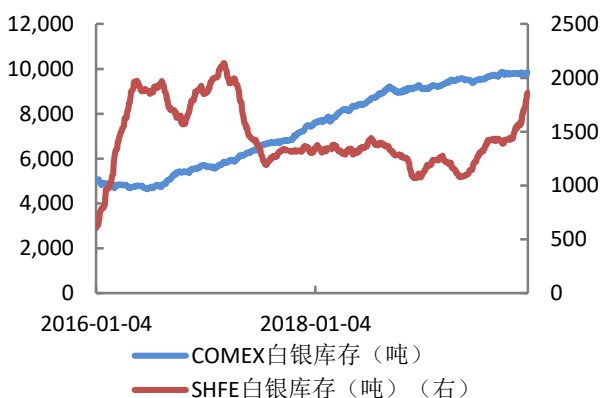
数据来源：WGC

图表 31：黄金库存情况



数据来源：wind

图表 32：白银外盘期货库存维持历史高位



数据来源：wind

（2）白银：矿山停产或导致供应过剩收窄

今年年初至 7 月初，全球经济增长的忧虑打压白银的工业需求，高企的期货显性库存也凸显了白银商品属性较差的一面，一度拖累银价表现，令金银比价攀升至 93 高位。7 月中旬，银价开始启动，强势反弹，在 9 月 4 日高位触及 19.647 美元/盎司，此轮反弹涨幅高达 31%，金银比价应声跌至 80 附近。

这一轮上涨除了补涨与投机资金的助推令银价弹性得到充分释放外，我们认为还与全球白银的供需基本面改善也有一定关系。据媒体报道，全球三大白银生产国秘鲁、智利和墨西哥今年上半年的银矿供应量大幅萎缩，其中秘鲁降幅最大，秘鲁上半年的白银产量下降了 10%（216 公吨），智利上半年下降了 7%（44 公吨），墨西哥 1 月至 5 月下降了 4%（113 公吨）。仅在上半年，这三个国家的白银产量就下降了 1200 万盎司（Moz）。由于全球三大白银生产国的白银产量占全球白银总产量的 45%，银矿供应的减少将会引起一系列连锁反应，从而影响整个白银市场。

从图表也可以看出，自 2014 年开始全球白银市场平衡转为供应过剩，并在 2017 年达到峰值；2018 年全球白银市场的供应过剩同比下滑 47%，供应过剩大幅收窄。且预计 2019 年受各大矿山停产影响，全球白银市场的供应过剩收窄将继续，未来如果各大矿山产量减少的势头持续下去，无疑会给银价带来另一支撑。

图表 33：2019 年全球白银供需平衡表

单位：吨	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2018年同比 变化率%
全球白银供应量											
矿山生产	23428	23736	24647	25844	27331	27607	27639	27073	26161	27144	-3
回收	6410	7243	6718	5993	5449	5175	5116	5197	5206	5250	0
净对冲供应	1350	370	--	--	333	68	--	--	--	9	--
净官方销售	921	149	112	53	37	34	34	31	37	34	14
总供应	32105	31498	31476	31887	33146	32885	32786	32304	31405	32437	-3
全球白银需求量											
工业制造	14912	15758	13976	14306	13955	14129	15202	15995	15923	16293	0
摄影业	2161	1916	1633	1424	1356	1281	1176	1092	1064	1026	-3
首饰业	5390	5029	4936	5806	6002	6273	5865	6083	6310	6478	4
银器	1372	1291	1247	1418	1630	1757	1627	1794	2034	2115	13
净实银投资	6127	8453	7483	9324	8780	9644	6631	4839	5153	5492	7
净对冲需求	--	--	1256	911	--	--	373	65	271	--	310
总需求	29962	32447	30531	33190	31719	33087	30873	29872	30752	31408	3
ETP基金净投资	3648	-750	1574	414	6	-526	1614	31	-631	-93	--
ETP除外的市场平衡	-1505	-199	-628	-1714	1421	323	299	2401	1284	1123	-47

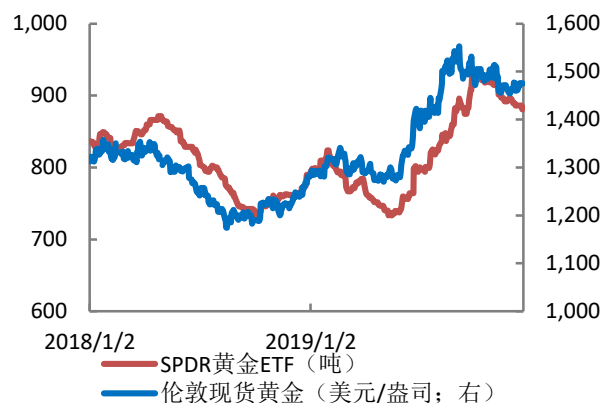
数据来源：GFMS

3.2、ETF 和 CFTC 持仓表明投资热情依然较高

截至 12 月 13 日，黄金 ETF-SPDR 持仓水平为 886.22 吨，较 2018 年年底增加 99 吨（约 13%）；白银 ETF-SLV 持仓水平为 11348.36 吨，较 2018 年年底增加 1505 吨（约 15%）。截至 12 月 10 日，COMEX 黄金期货非商业净多头头寸持仓较 2018 年年底增加 159935 张（约 144%）至 270920 张。COMEX 白银期货非商业净多头头寸持仓较 2018 年年底增加 15192 张（约 59%）至 40742 张。

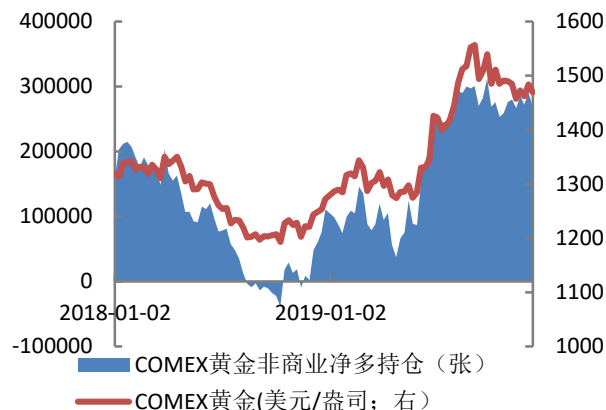
2019 年，受避险和宽松的驱动，金银价格在三季度强劲反弹；伴随金银价格的上涨，自三季度以来，金银的 ETF 持仓水平和 CFTC 净多持仓水平也都大幅攀升。但自四季度以来，受全球央行宽松步伐放缓和中美贸易摩擦第一阶段缓和的影响，导致金银价格回调。尽管金银价格回调，但 SPDR 黄金 ETF 和 SLV 白银 ETF 的持仓水平回落力度有限，且 COMEX 黄金期货的净多头持仓仍保持在历史最高水平附近，远高于其长期均值；COMEX 白银期货的净多头持仓虽有所回落，但仍持续保持正数。ETF 和 CFTC 的持仓情况表明在全球不确定性仍较高下，投资者投资贵金属热情依旧，故预计在 2020 年黄金仍有上涨空间。

图表 34：黄金 ETF 持仓大幅流入



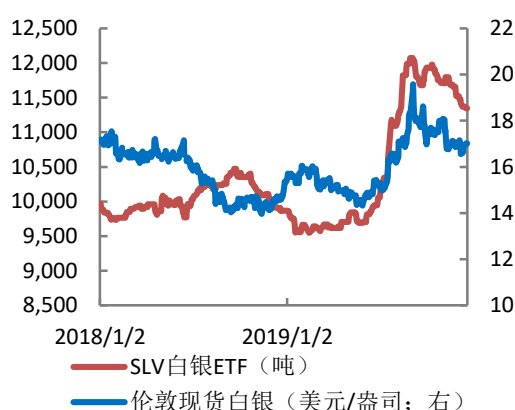
数据来源：Wind

图表 35：黄金 CFTC 持仓：



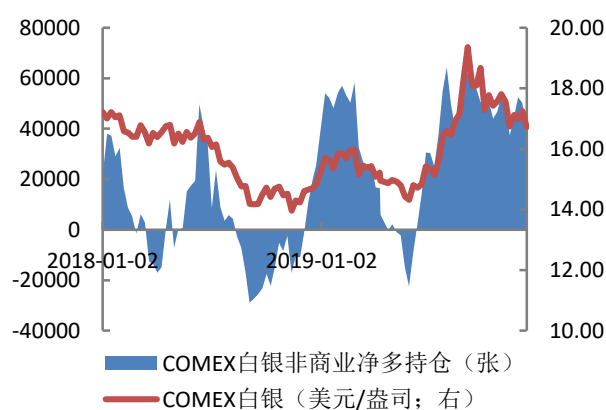
数据来源：Wind

图表 36：白银 ETF 持仓大幅流入



数据来源：Wind

图表 37：白银 CFTC 持仓



数据来源：Wind

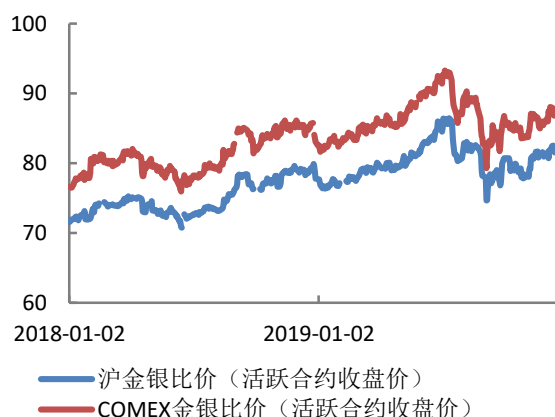
四、套利策略展望

预计明年金银比价（黄金/白银）或维持高位：2019 年，金银比价一度走高突破 90 大关，随后 7 月份白银行情启动，才一度跌至 80 附近。但自 9 月份以来金价调整回落，金银比价再度反弹。2020 年，在黄金重心区间上移的预期下，预计金银比价仍可能维持高位震荡；但一旦黄金再次启动单边趋势上涨行情，白银涨幅则会超过黄金，金银比价将会回落。

预计明年国内基差（TD 与期货主连的价差）将维持平稳收敛：当前因黄金、白银的活跃合约换至偶数月，基差会因每次移仓换月而呈现扩大趋势，但预计将维持平稳收敛态势，故可逢高布局绝对价差收敛的策略。

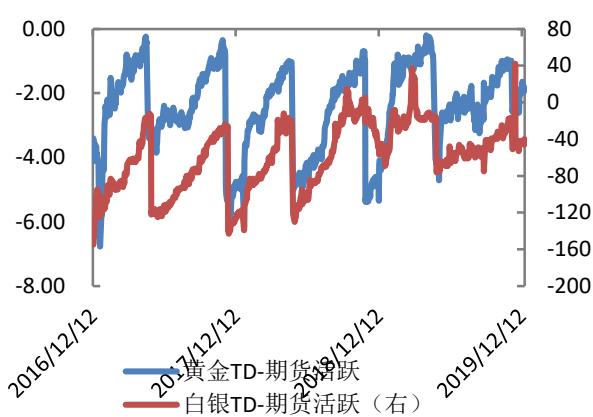
预计明年人民币汇率走势将继续对贵金属内外盘价差（内-外）产生冲击：2019 年，因中美贸易摩擦的扰动，人民币波动加剧且贬值力度较大，但内盘金银在下半年涨幅并未超过外盘涨幅加人民币贬值幅度，故金银内外盘价差均呈现先扬后抑的走势。2020 年，预计中美贸易摩擦态势有望延续边际缓和，人民币有望持稳甚至升值，将对贵金属内外盘套利产生冲击。故建议在人民币升值期间进行【买外盘-卖内盘】的套利策略，建议在人民币持稳期间进行【买内盘-卖外盘】的套利策略。

图表 38：金银比价预计将维持高位



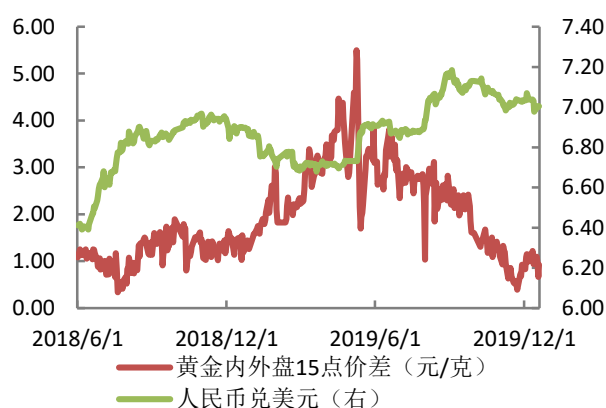
数据来源：Wind

图表 39：期现价差将延续平稳收敛



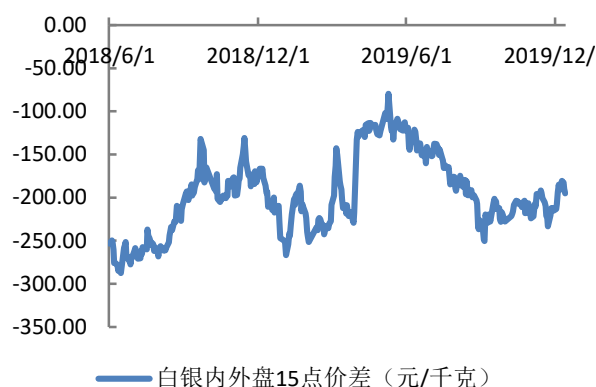
数据来源：Wind

图表 40：黄金内外盘价差(TD-伦敦金)先扬后抑



数据来源：Wind

图表 41：白银内外盘价差(TD-伦敦银)先扬后抑



数据来源：Wind

五、2020 年展望

2020 年，预计美国经济仍存放缓风险，欧洲经济则有望逐步寻底，美欧经济差的收窄将令美元易跌难涨，利好黄金；预计美联储虽宽松步伐放缓，但难以复制 1998 年的加息路径，将仍会维持流动性宽松，全球低实际利率环境将会继续支撑黄金；预计特朗普大选、地缘政治、金融市场等不确定性将持续维持高位，黄金作为一种避险、保值资产的配置价值将进一步凸显。综上，预计当前的底部整固是为了未来能够更稳当的上涨，预计 2020 年黄金价格中枢上移仍可期。

2020 年，我们预计今年的三次降息行动将进一步传导至经济，中美贸易摩擦第一阶段的缓和将减轻外需压力，故美国经济至少在明年上半年左右仍会维持韧性增长，将限制金价涨幅；但国际贸易摩擦已使得美国当前投资、制造业生产均偏弱，且预计中美贸易摩擦长期过程仍存挑战，故需谨防制造业的疲态向服务业蔓延，薪资增速和个人可支配收入水平增长乏力或导致未来消费日渐承压，极低的失业率有回升风险和巨额的债务

均为美国经济前景埋下隐患，特朗普大选的政治不确定性也会拖累美国经济，故我们判断美国经济明年面临的放缓风险将持续存在。而欧洲经济受益于欧央行的宽松和出口的边际改善，则有望开始寻底，美欧经济差距将进一步缩小，美元指数上方压力不减，利好黄金。

其次，目前美国就业稳健，核心通胀持稳，中美贸易摩擦第一阶段缓和均为美联储不再进一步降息提供了支撑，我们预计美联储明年大部分时间将会维持中性利率水平不变。但美联储不再降息不代表美联储会加息，也不代表美联储不宽松。基于美国经济长期而言大概率无法避免进入放缓周期、核心通胀距显著上升仍有距离、特朗普大选扰动等因素，我们判断美联储明年不具备加息可行性。且基于经济放缓风险尚存，美联储明年不排除再度降息可能，或者继续用扩表等货币政策工具来替代降息，进而继续释放流动性，维持宽松。在经济仍有放缓风险和美联储仍会维持宽松下，预计美国实际利率低位趋势难以扭转，将对金价构成较强中期支撑。

再者，预计明年国际贸易争端、美国大选、地缘局势等不确定性仍会继续对金融市场产生扰动，提升风险资产的波动率，增加黄金避险需求，叠加全球负实际利率债务规模大幅攀升之际，持有黄金的机会成本下降，黄金配置价值凸显。

最后，黄金关注需求端对金价的驱动，白银关注供应端的驱动。预计 2020 年在低实际利率和全球经济增长放缓的忧虑尚未消退的环境下，以及全球各大央行去美元化和多元化投资组合的坚定态度，黄金的金融需求仍会持续上涨，将为金价长期上行继续提供坚实的基础。白银需求尚未起色，但弹性已经凸显，预计各大矿山减产影响将令全球白银市场的供应过剩收窄将继续，未来若供应端扰动持续，无疑会给银价带来另一支撑。

以上观点，仅供参考。

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。



期货市场有风险 入市需谨慎

国贸投研小程序

专 注 期 货 ， 悦 享 资 讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读



专业·诚信·进取·共赢