

2019 年 12 月 26 日 星期四



风险因素仍在

金银将继续上涨

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

要点

- 目前美国经济处于后复苏阶段，经济增长的内在动能在下降，美元指数回调的概率加大。全球经济下行预期叠加负利率政策的持续将全面拉低全球债券收益率，这会使贵金属的投资需求继续增加，将利好贵金属中长期价格走势。而地缘政治风险和中美贸易关系的波动将对金价形成脉冲式的助推。
- 预计2020年COMEX期金主力合约的主要波动区间在1450-1850美元/盎司之间。COMEX期银主力合约的主要波动区间在16.5 -21美元/盎司之间。
- 投资策略建议：沪金银逢低做多
- 风险因素：美国经济好于预期、中美贸易关系超预期缓和

目录

一、贵金属行情回顾.....	5
二、黄金的供需基本面分析.....	6
1、 黄金的供应相对稳定，今年再生金明显增加	6
2、 黄金的生产成本	7
3、 全球黄金需求继续走高	8
4、 价格上涨压制黄金实物需求	8
5、 全球央行积极增持黄金储备	10
6、 黄金的投资需求旺盛	11
(1) 金银 ETF 持仓增加	11
(2) CFTC 非商业性净多持仓处于高位	12
三、宏观因素分析.....	12
1、 美国经济处于后复苏阶段	12
2、 中美贸易谈判将是长期博弈	13
3、 全球负利率政策将常态化	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	17
3、 贵金属期现价差变化	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(单位: 吨)	7
图表 6 黄金的生产成本	7
图表 7 2013-2018 年全球黄金需求量 (单位: 吨)	8
图表 8 全球黄金需求变化	9
图表 9 主要经济体黄金需求变化	9
图表 10 中国黄金需求备变化	9
图表 11 印度黄金需求备变化	9
图表 12 中国金银珠宝零售额变化	9
图表 13 中国印度金饰消费大幅下降	9
图表 14 各国黄金储备数量及排名	10
图表 15 全球主要央行储备变化	10
图表 16 中国和俄罗斯央行持续增持黄金	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	12
图表 21 CFTC 白银净多头持仓变化	12
图表 22 主要经济体 GDP 增速变化	14
图表 23 全球主要经济体经济意外指数	14
图表 24 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化	14
图表 25 美国就业数据变化	14
图表 26 全球负利率国债规模与金价走势	15
图表 27 美国 2 年和 10 年期国债收益率变化	15
图表 28 美国 10 年与 2 年期国债利差及 GDP 增速变化	15

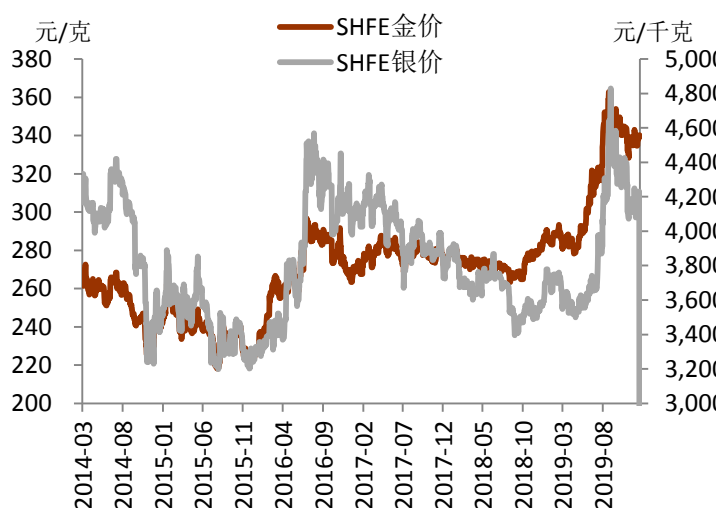
图表 29 美国 10 年与 2 年期国债利差及伦敦金价变化	15
图表 30 COMEX 金银比价变化	16
图表 31 金银比价的线性趋势	16
图表 32 COMEX 金银比价变化	16
图表 33 沪期金银比价变化	16
图表 34 黄金/原油比价变化	17
图表 35 金价与金油比价对比	17
图表 36 沪期金与沪金 T+D 价差变化	18
图表 37 沪期银与沪银 T+D 价差变化	18
图表 39 Comex 黄金库存变化	19
图表 40 Comex 白银库存变化	19
图表 41 上海黄金交易所白银库存变化	19
图表 42 上海期货交易所白银库存变化	19

一、贵金属行情回顾

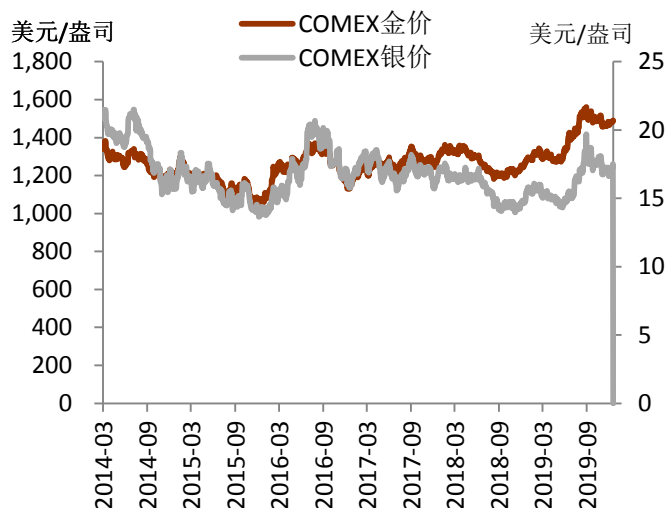
今年贵金属的涨势惊人，是所有大宗商品中的明星品种。2019 年，贵金属的价格走势主要分三个阶段。第一个阶段是 2019 年初至 5 月下旬。在贸易摩擦的影响下，全球主要经济体的金价增速放缓，特别是欧元区经济颓势明显，而美国的经济依然韧性较强，欧美经济数据的强弱对比支撑美元指数持续走强，对贵金属价格形成压制，金银价格一直呈现震荡偏弱走势，价格重心不断下移。第二个阶段是 2019 年 5 月下旬至 9 月初。随着全球贸易形势恶化加剧，美债收益率再度倒挂，市场避险情绪回升提振了贵金属价格的走势。再加上美联储释放宽松信号、美伊冲突加剧等一系列利多因素集中出现，助推金价爆发式上涨，COMEX 期金主力合约一举突破多个关口的压制，在 9 月初一度触及 1566 美元/盎司的六年高点。第三个阶段是 2019 年 9 月初至今。随着中美贸易关系转向缓和，及主要经济体数据出现好转，市场的风险偏好回升，美股不断再创新高，黄金价格出现回调，但回调幅度有限，整体呈高位震荡走势，近期再度站上 1500 美元/盎司上方。今年行情的上涨由市场避险情绪抬升所主导，COMEX 期银的价格走势整体弱于金价，银价并未能突破 20 美元/盎司的整数关口，目前运行在 18 美元/盎司一线。COMEX 期金主力合约年初至今涨幅为 17.5%，COMEX 期银主力合约年初至今涨幅为 16%。

受人民币兑美元汇率波动的影响，今年国内金银与外盘走势有所差异。人民币兑美元汇率今年整体呈现贬值，国内金银价格走势强于外盘。沪期金主力合约年初至今涨幅为 19.6%，沪期银主力合约年初至今涨幅为 19.5%。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势



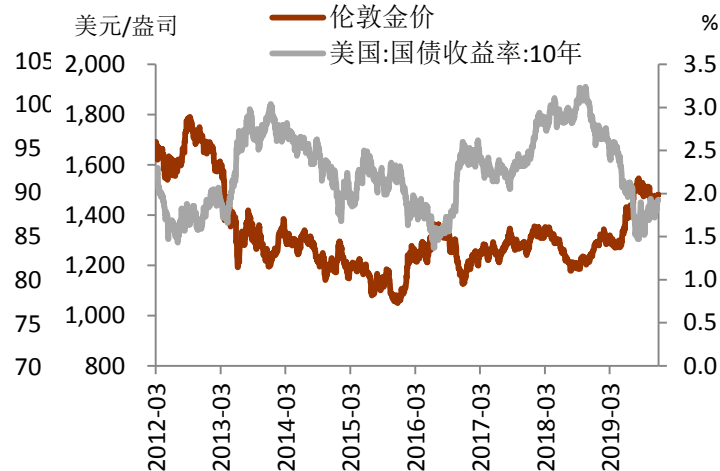
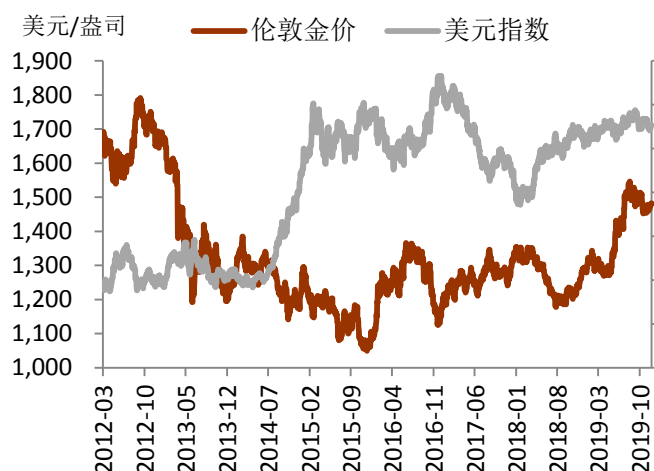
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势



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，今年再生金明显增加

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 4600 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约 19 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。

根据世界黄金协会的统计，2018 年全球黄金总供给量为 4671 吨。其中，全球矿产金供应量为 3503 吨，同比增长 1.8%。主要产金国中，南非、美国、中国和秘鲁等国家产量下降，而印度尼西亚、加拿大和澳大利亚等国家产量继续增长；全球再生金供应量为 1168 吨，同比增长 1%。今年前三个季度，全球黄金供应量总共为 3546.3 吨。其中，全球黄金供应量在第三季度升至 1222.3 吨，同比涨幅为 4%。金矿产量为 877.8 吨，与去年同期相比几无变动。供应量增长的主要驱动力来自于回收金的供应量同比上升 10%，是 2016 年第一季度以来最高水平。金价大幅上涨后卖出黄金的人增加。

根据中国黄金协会统计，我国 2018 年中国黄金产量超过 400 吨，已连续 12 年位居全球第一；黄金实际消费量 1151 吨，连续 6 年保持全球第一。2018 年，我国黄金总供应量为 1896.5 吨，同比下降 0.7%。从供应结构来看，其中成品金 513.9 吨，占比 27.1%；回收金 282.5 吨，占比 14.9%；进口金 1103 吨，占比 58.2%，是我国最大的黄金供应源。我国连续多年保持世界第一大黄金进口国。

2018 年我国黄金产量前五名省区是山东省、河南省、湖南省、江西省和甘肃省，黄金

成品金产量分别是 176.7 吨、89.0 吨、44.0 吨、40.5 吨和 24.2 吨。这五个省的黄金成品金产量全国占比为 72.9%，占比较 2017 年提高 2.1%，生产集中度进一步提高。

我国最大的矿产金生产企业是山东黄金集团，矿产金产量为 47.8 吨，中国黄金集团排名第二，矿产金产量为 40.4 吨，第三为紫金矿业集团，矿产金产量为 32.2 吨，第四为山东招金集团，矿产金产量为 21.6 吨，第五为云南黄金矿业集团，矿产金产量为 8.2 吨。

图表 5 全球黄金供应量变化(单位：吨)

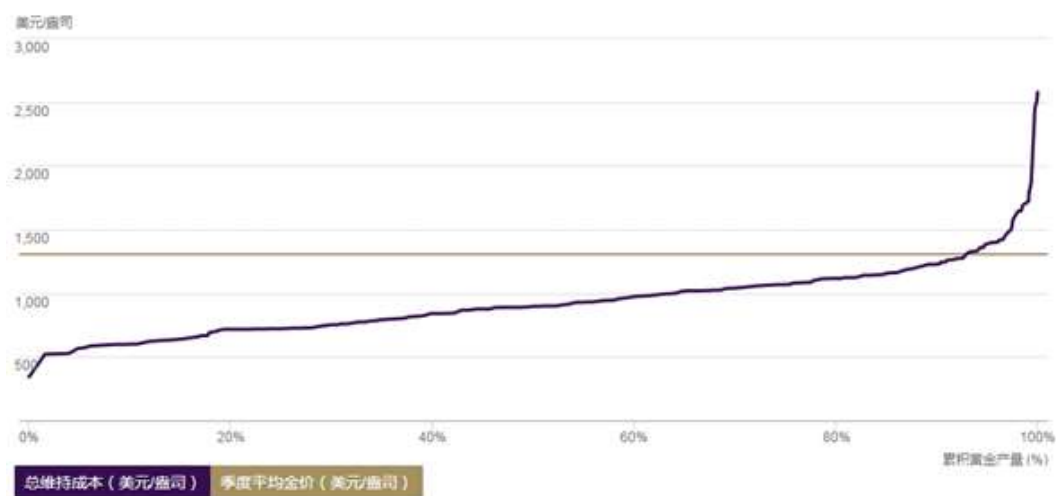
	矿产金	再生金	总供应量
2013 年	3118	1247	4365
2014 年	3203	1188	4496
2015 年	3290	1121	4424
2016 年	3397	1282	4712
2017 年	3442	1156	4598
2018 年	3503	1168	4671

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货

2、黄金的生产成本

根据世界黄金协会统计的数据，2018 全球矿产金平均可维持成本为 875 美元/盎司，完全成本均值约在 1200 美元/盎司附近。对不同的企业而言，黄金的生产成本差异比很大，即使同一个矿企，不同的矿生产成本都不一样，矿的品味、人工成本等）每个企业都不一样。对于很多有色冶炼企业来说，金银都是冶炼铜铅锌过程中副产品。所以，黄金的平均生产成本对金价的指导意义不大，仅作参考。

图表 6 黄金的生产成本



资料来源：World Gold Council，铜冠金源期货

3、全球黄金需求继续走高

黄金的价格更多受需求端的影响。每年黄金的实物消费（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，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、土耳其。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。

自 6 月份开始金价上涨势头强劲，以不同货币计价的金价都大幅上涨，以欧元、英镑、印度卢比等货币计价的黄金价格也达到历史最高值。全球经济与地缘政治的不确定性使消费者情绪悲观，加之金价高企，压制了全球主要市场的实物需求。今年第三季度全球金饰需求同比下滑 16%。金币与金条需求同比下降 50% 的降幅同样源自于高企的金价。个人投资者在高金价环境中纷纷选择卖出获利而非买入。在全球经济挑战仍存的情况下，科技用金需求在第三季度同比下滑 4%，但新兴的 5G 基础设施建设需求使得电子元器件用金需求降幅缩小。强劲的黄金 ETF 流入 258 吨，抵消了其他方面黄金需求的疲软，令三季度全球黄金需求量达到至 1107.9 吨，取得 3% 的季度同比涨幅。

图表 7 2013-2018 年全球黄金需求量（单位：吨）

	首饰加工	工业需求	净投资需求	净对冲需求	央行净买入
2013 年	2766	350	1718	25	646
2014 年	2543	348	1060	—	584
2015 年	2478	332	1072	—	577
2016 年	2017	323	1061	—	390
2017 年	2255	333	1036	24	377
2018 年	2282	335	1078	12	657

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货

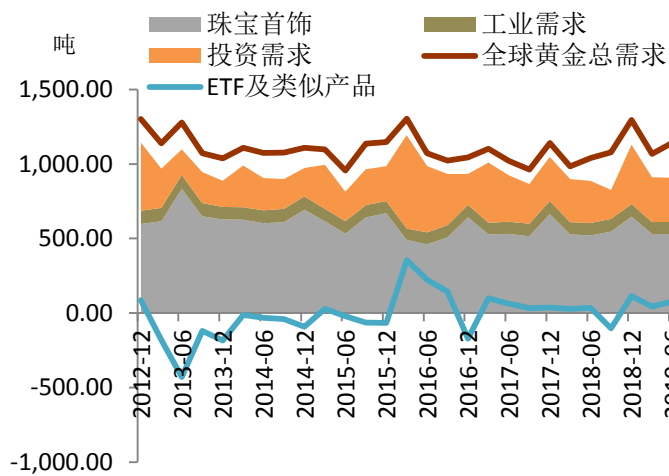
4、价格上涨压制黄金实物需求

金价高企压制了全球金饰的需求。今年第三季度全球金饰需求同比下滑 16% 至 460.9 吨，为 2010 年以来的最低水平。全球黄金实饰品消费量最大的两个国家中国和印度，超过一半的黄金流向了这两个国家。印度消费低迷，第三季度印度珠宝需求仅为 101.6 吨，同比下降近三分之一。另外，印度的黄金进口关税提高了 2.5%，达到 12.5%，这进一步抑制了当地需求。尽管 10 月是印度购买黄金买需最旺盛的季节，但 10 月份黄金进口量下降了 38 吨。预计印度 2019 年黄金需求预期将降至三年以来低位的 700 吨。

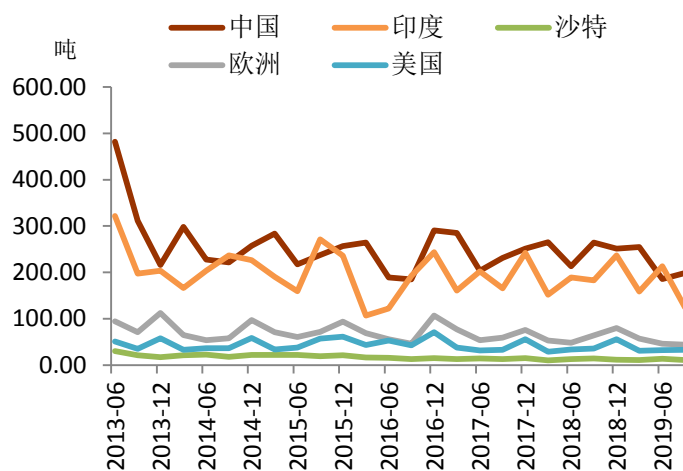
今年第三季度中国的金饰需求同比下降 12% 至 156.3 吨，为连续第四个季度同比下滑，比近五年 173.5 吨的单季平均值低 10%。持续的地缘与经济不确定性使得消费者情绪悲观，以及其他生活必需品的价格上涨也挤压了黄金饰品的消费。数据显示，随着国内黄金价格

创下多年新高，今年中国的金条与金币需求下降了 51%，至 42.8 吨，为三年来的最低水平。

图表 8 全球黄金需求变化

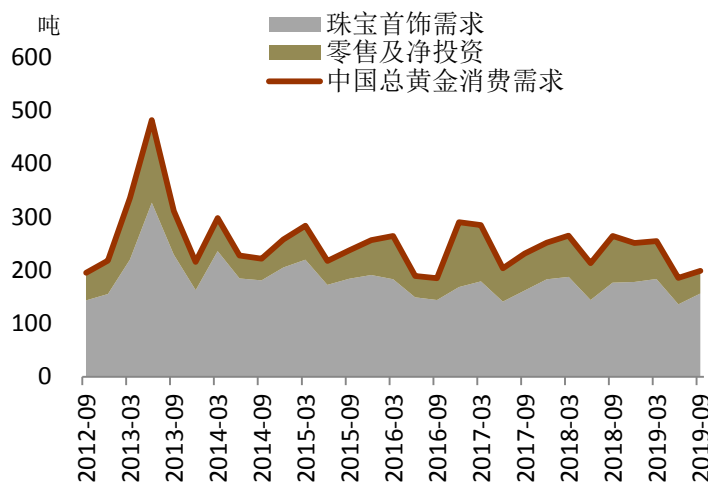


图表 9 主要经济体黄金需求变化

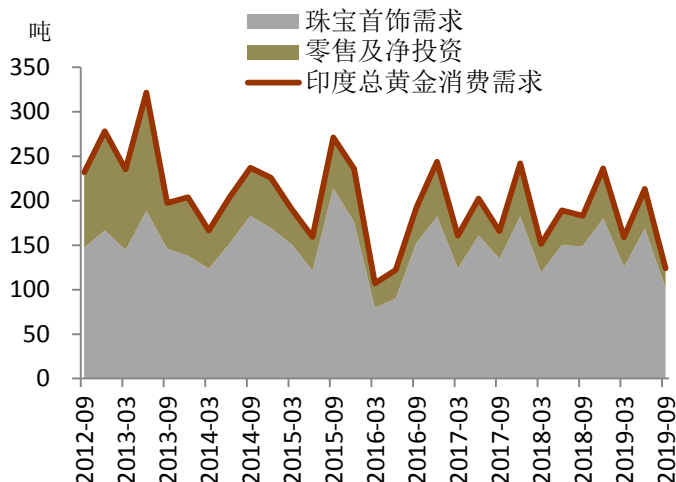


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 10 中国黄金需求备变化

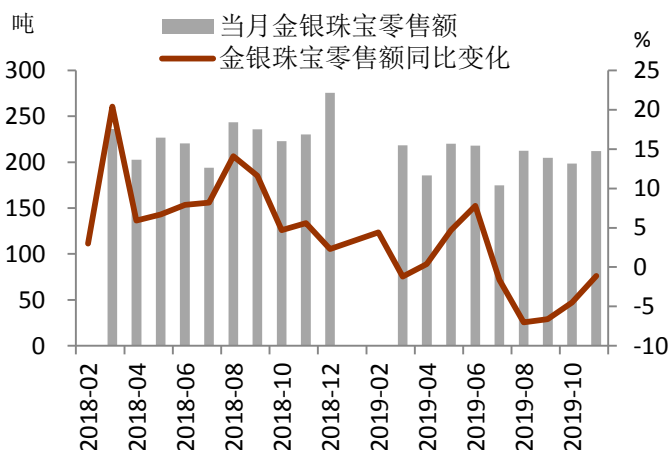


图表 11 印度黄金需求备变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 12 中国金银珠宝零售额变化



图表 13 中国印度金饰消费大幅下降

	2018 年第 三季度	2018 年第 三季度	同比变化
金饰	546.2	460.9	-16%
中国	176.6	156.3	-12%
印度	148.8	101.6	-32%

数据来源：Wind，铜冠金源期货

5、全球央行积极增持黄金储备

全球央行从 2010 年开始成为黄金的净买入方。今年央行购金保持 2018 年以来的强劲势头延续。全球各国央行的黄金储备在第三季度增长了 156.2 吨，由于去年第三季度是有记录以来全球各国央行购金量最高的一个季度，以致今年第三季度央行购金同比增长放缓了 38%，但 2019 年前三季度，全球各国央行共计净买入了 547.5 吨黄金，同比上升 12%。总体而言，全球央行黄金购买需求依旧旺盛。

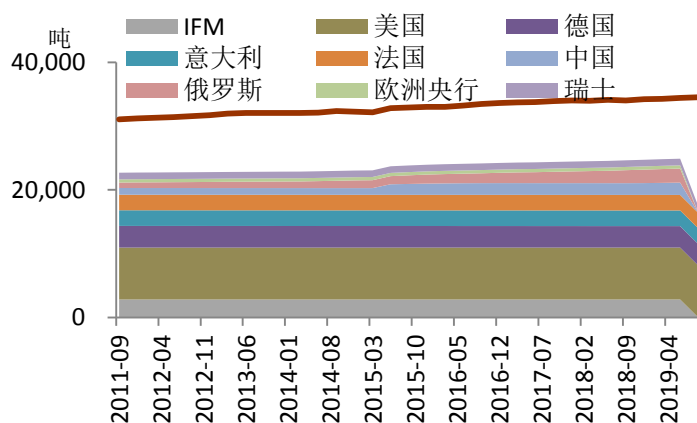
从各国黄金储备数量及排名来看，美国以 8000 多吨的黄金储备遥远领先，德国位居第二但差距很大。目前的全球政治和经济的不稳定性增强，黄金储备的战略地位尤显重要，各国央行都有增持黄金储备的意愿。其中，最活跃的是俄罗斯、中国、土耳其。中国从 2018 年 12 月起连续 10 个月增持黄金，目前有 1948.3 吨的黄金储备，排全球第七。但黄金占外汇储备的比例还非常低，有很大增长空间。

图表 14 各国黄金储备数量及排名

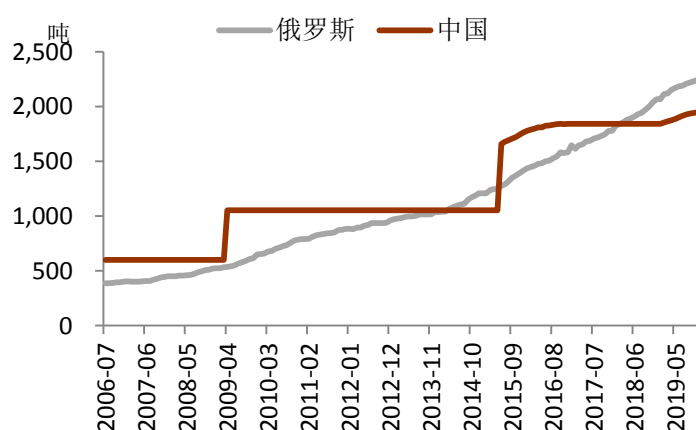
排名	国家和地区	黄金储备（吨）	占外汇储备比例
1	美国	8133.46	76.92%
2	德国	3366.77	72.97%
3	国际货币基金组织	2814.04	
4	意大利	2451.84	68.44%
5	法国	2436.01	62.94%
6	俄罗斯	2241.86	20.20%
7	中国	1948.31	2.89%
8	瑞士	1040	5.97%
9	日本	785.22	2.76%
10	印度	618.16	6.85%
11	荷兰	612.45	69.67%
12	欧洲央行	504.77	32.36%

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货（截止于 2019 年 11 月）

图表 15 全球主要央行储备变化



图表 16 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

6、黄金的投资需求旺盛

(1) 金银 ETF 持仓增加

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 6 月开始，伴随着金价出现大幅上涨，黄金 ETF 的持仓量也大幅增加。第三季度，全球黄金 ETF 的总持仓量达到了 2855.3 吨的历史新高。总持仓量在第三季度增长了 258.2 吨，这也是 2016 年第一季度以来最高的单季度流入量。全球央行为应对经济下滑采取的宽松货币政策，避险需求以及金价自身的势能是驱动黄金 ETF 总规模增长的主要因素。

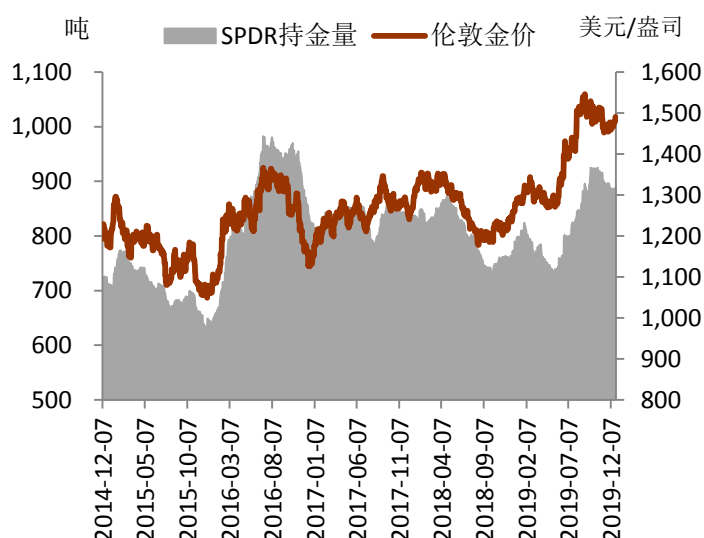
黄金白银 ETF 的持仓变化与价格正相关，但滞后于金银价格的变化。金银价格在今年 9 月触及高点之后纷纷回调，但黄金 ETF-SPDR 的持仓量持续增加至 10 月创下 924 吨的历史新高之后才有所回落。目前，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持有量为 880 多吨，白银 ETF-ishares 的白银持有量为 11300 多吨，虽然比高点有所下降，但都处于高位。

图表 17 贵金属 ETF 持仓变化

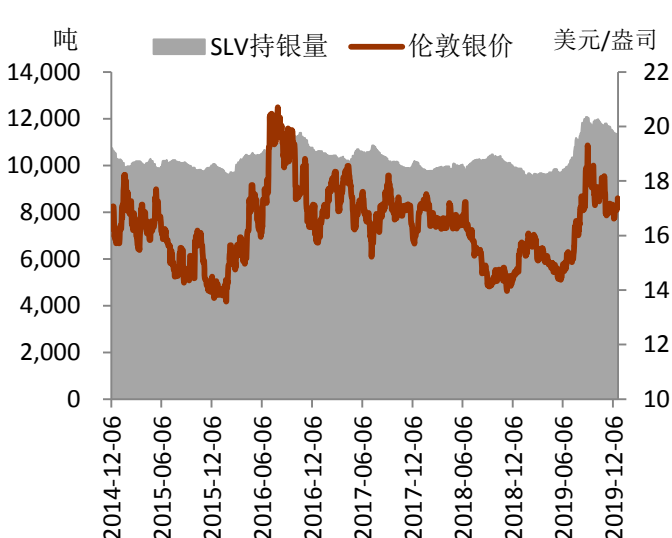
单位：吨	2019/1/3	2019/11/21	2019/12/25	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2220.80	2517.25	2523.03	6	0.23%	302	13.61%
SPDR 黄金持仓	774.14	891.79	888.86	-3	-0.33%	115	14.82%
ETF 白银总持仓	16292.24	19226.91	18898.63	-328	-1.71%	2606	16.00%
ishares 白银持仓	9864.15	11681.66	11316.40	-365	-3.13%	1452	14.72%

数据来源：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



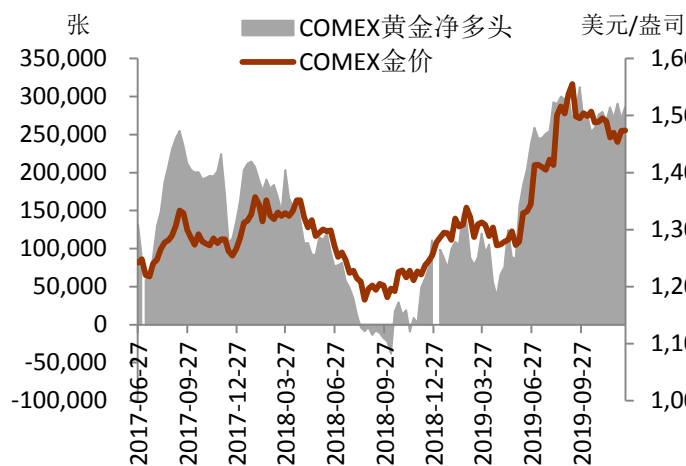
数据来源：Wind、铜冠金源期货

(2) CFTC 非商业性净多持仓处于高位

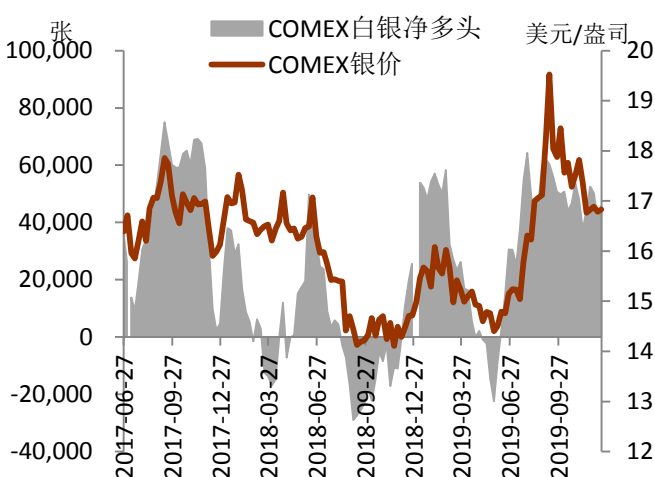
从 CFTC 的统计数据来看，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓从 4 月份就开始持续增加，在 9 月份达到高点而后开始下降，目前处于两年多的高位。COMEX 白银期货的非商业性净多持仓 6 月份才由负转正并快速增加。我们可以发现，黄金白银的价格与 COMEX 黄金白银期货非商业性净多头合约的变化明显正相关性。

CFTC 最新数据显示：截至 12 月 17 日当周，投机者所持 COMEX 黄金期货和期权净多头头寸增加 21814 手合约至 219268 手。投机者所持 COMEX 白银期货和期权净多头头寸增加 6617 手合约，至 36574 手合约。目前 COMEX 黄金期货的非商业性持仓仍处于高位，白银的资金已经出现明显的流出，投机资金的持仓变化是助推行情的直接因素，可见资金对金价的走势更为乐观。

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



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。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、全球利率水平等多种因素的影响。今年全球经济增长放缓，叠加中美贸易谈判的波折引发的避险情绪升温，美债收益率快速回落，并在今年多次分出现倒挂，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。中长期来看，美元指数与金价一直保持着稳定负相关性。

1、美国经济处于后复苏阶段

2019 年美国经济增长前高后低，实际 GDP 增速从一季度的 2.7% 降至二、第三季度的 2.3%、2.1%。美联储（FED）12 月议息会议纪要显示，FED 预计美国全年增长 2.2%，较 2018 年的

2.9%回落 0.7 个百分点。导致美国经济下降的原因，从三大需求看，主要源于投资和出口的下降，如私人非住宅投资和出口增速分别从 2018 年的 6.4%、3.0%降至 2019 年前三季度的 2.9%、-0.1%，同期消费支出增速相对稳健，从 3.0%小幅降至 2.6%。消费支出是美国经济增长主要推动力，很大程度是收的特朗普政府减税政策的提振。但减税政策已实施两年，从效果看，2018 年消费增速确实提高，但 2019 年趋于放缓。税改效应已经在逐渐消退，如果没有新一轮的减税政策刺激，我们预计 2020 年美国消费支出将大概率从高位继续回落。消费增速的下降，往往意味着美国股市调整的开始。美国经济处于后复苏阶段，经济增长的内在动能在下降。

今年美国 10 年期和 3 个月期国债利率、美国 10 年期和 2 年期美债国债利率纷纷出现倒挂。美国经济衰退指标再度亮起红灯，金价一度受到提振。历史经验来看，利率倒挂出现后平均 15 个月左右出现衰退，近七次倒挂五次衰退，几率上看已经是高概率事件，所以 2020 年下半年美国经济仍存在衰退风险。市场存在信心周期，在经济周期尾部，担忧情绪上升将起到推波助澜的作用，导致经济脆弱性进一步被放大。

美国经济今年开始持续放缓，美联储货币政策也经历了“加息缩表-停止加息-降息重新扩表”的巨大转向。目前货币环境总体偏松，财政刺激效应减弱。在美债利差倒挂、企业债务高企、失业率创新低、贸易形势缓和、美国大选在即等因素交织下，市场对于美国经济及美联储货币政策的判断产生较大分歧，目前美联储进入政策观望期。同时需注意，劳动力市场已开始降温，通胀也趋于持续疲软，在此背景下美联储仍具备继续降息的基础。此外，2020 年地方联储票委换届后，FOMC 整体政策倾向将更加鸽派。预计 2020 年美联储会再降息 1-2 次。

2、中美贸易谈判将是长期博弈

中美贸易摩擦是影响 2018 年底至今黄金价格的重要风险因素。中美贸易摩擦源自 2018 年 3 月美方所发布的《301 报告》。经过持续一年的跌宕起伏，目前中美双方经过十三轮磋商初步达成第一阶段协议，进入缓和期，但尚未就全部撤回关税与科技企业保护等核心问题达成一致。中美贸易摩擦的根本原因在于美国担忧中美经济差距不断缩小而导致的贸易保护主义抬头，以及美国在中美贸易中的边际收益递减。因此，中美贸易摩擦具有内生性和长期性的特点，中美贸易谈判将是长期博弈的过程。未来由于 2020 年美国大选以及美国引发的国际争端的不确定性，中美贸易摩擦引发的市场风险将对黄金形成中长期利好。

3、全球负利率政策将常态化

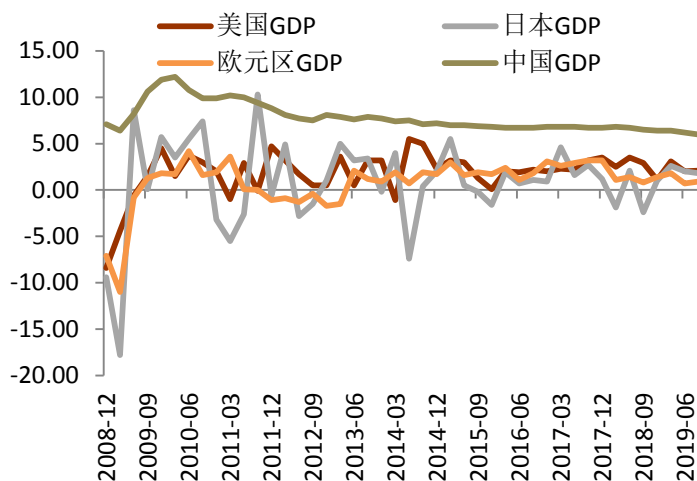
自 2016 年开始，全球负利率国债规模开始不断扩大，金价与全球负利率国债规模呈现明显的正相关性。特别是 2018 年四季度至今，两者的趋势非常一致。

欧元区与日本目前主要的负利率政策的推动者。欧央行于 2014 年推出负利率政策，目

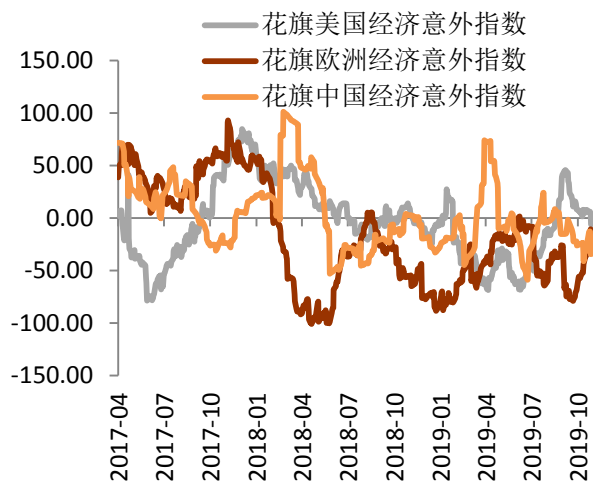
的在于刺激经济，推升通胀预期。而日本央行为了应对日本经济停滞、通胀低迷与日元升值压力，在 2016 年 1 月也采用了负利率政策。而 2018 年四季度至今，金价的大幅上涨，伴随着德国和日本的国债收益率均快速下跌，以及全球负利率国债规模的快速增加。再加上收益率曲线倒挂警示的衰退信号在全球不断亮起，投资者纷纷涌入风险更低、收益率也在走低的国债，这是负收益率债券规模急速扩大的重要原因。

全球负利率国债规模的扩大，也体现了当前主要经济体政策调控的空间和效果在减弱。预计欧日将继续推行负利率政策以应对全球经济下行压力加大的风险。在这样的背景下，全球经济下行预期叠加负利率政策的持续将全面拉低全球债券收益率，负利率或将成为货币政策的“新常态”。黄金作为零息资产，在资产配置中的比重必然会增加，这将对利好黄金价格。

图表 22 主要经济体 GDP 增速变化

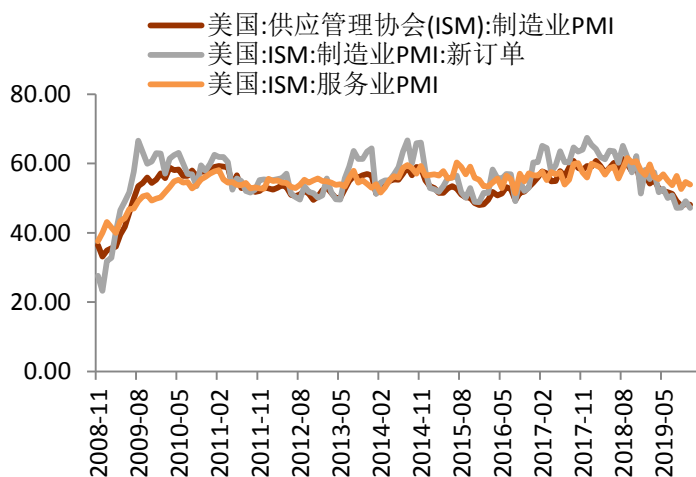


图表 23 全球主要经济体经济意外指数

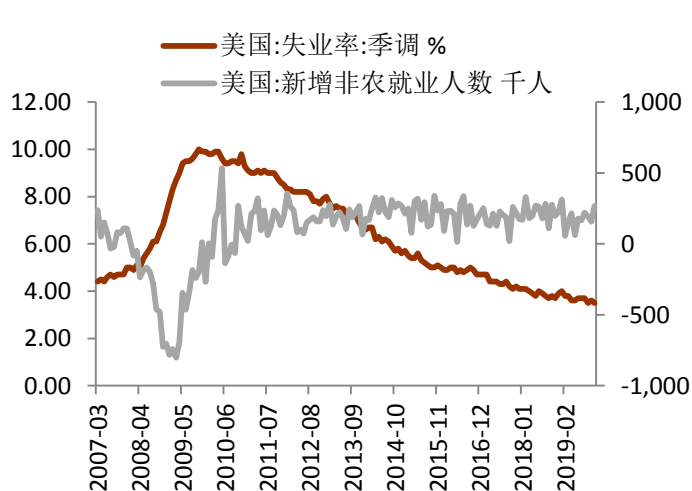


数据来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 24 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化

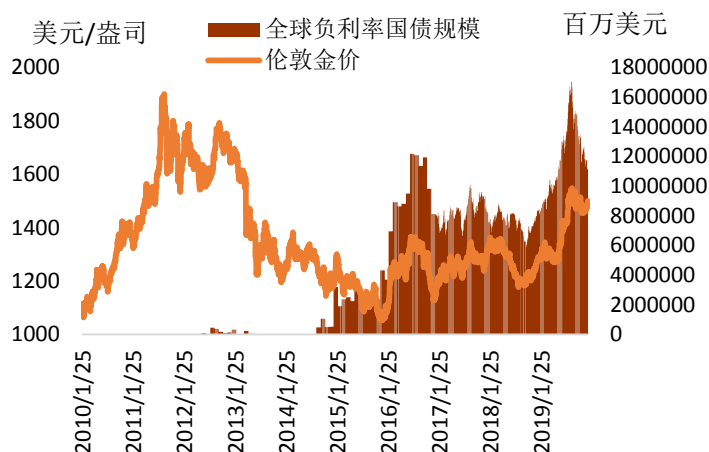


图表 25 美国就业数据变化

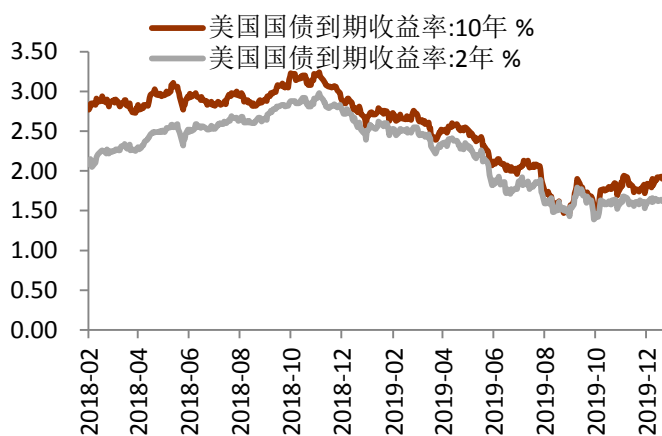


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 26 全球负利率国债规模与金价走势

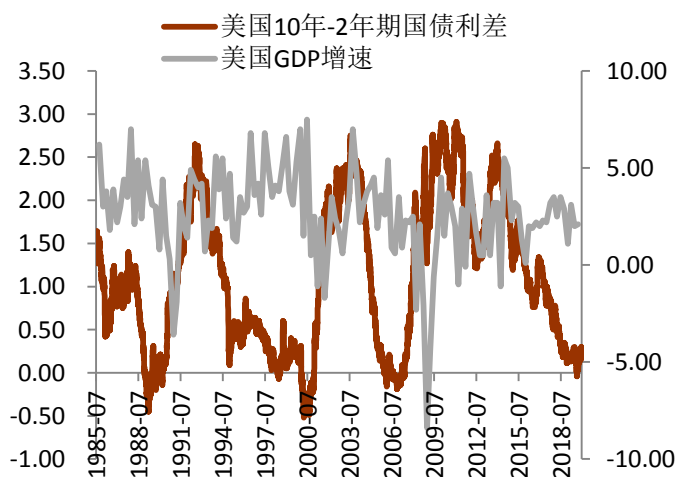


图表 27 美国 2 年和 10 年期国债收益率变化

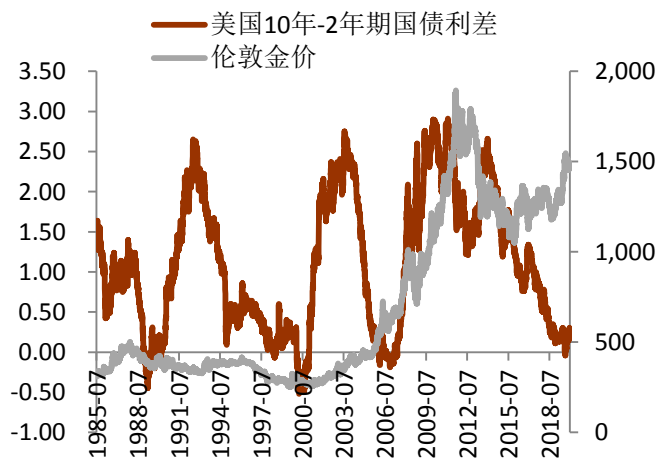


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 28 美国 10 年与 2 年期国债利差及 GDP 增速变化



图表 29 美国 10 年与 2 年期国债利差及伦敦金价变化



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

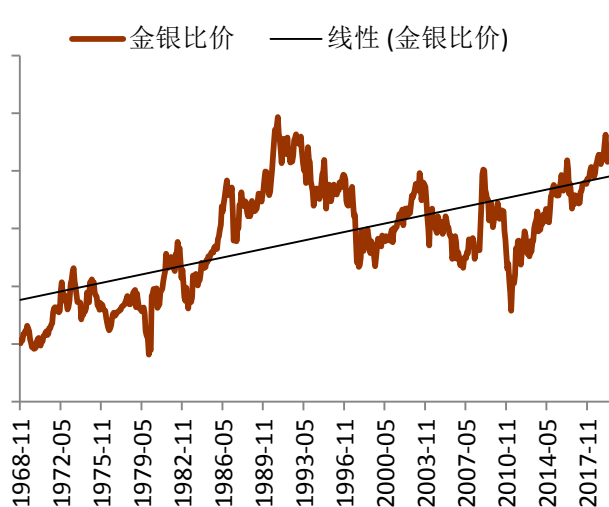
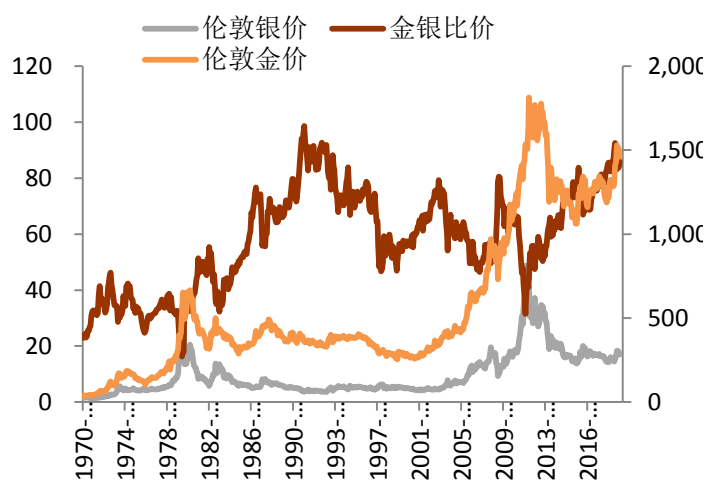
自从 1971 年尼克松宣布美元与黄金脱钩以来,金银价格开始剧烈波动,金银比价的波动区间也非常大。1991 年初出现的极限峰值为 98,极限谷值则出现在 1980 年,接近 16,平均值接近 60。整体看来,金银比价的阶段性走势与经济周期呈现出一定的弱规律性。如果经济处于衰退周期,白银价格下跌速度快过黄金;金银比价上涨。反之,若经济上行,金银比价会下跌。这种现象的内在原因,主要在于白银的商品属性更强,更多受到经济周期的影响。

通过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。

虽然金银比价已从今年 7 月的高点 93 回落至目前 85 附近，但预计在全球经济下行压力加大、贸易形势恶化避险情绪抬升的背景下，预计金银比价仍将不断走高。

图表 30 COMEX 金银比价变化

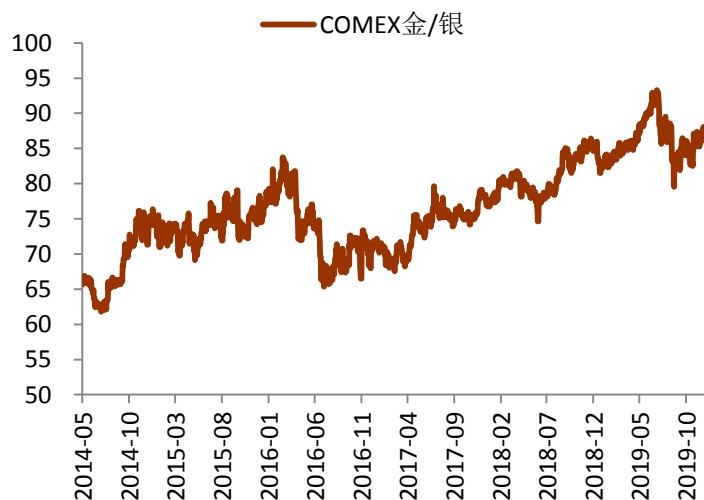
图表 31 金银比价的线性趋势



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 32 COMEX 金银比价变化

图表 33 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

近几年黄金原油比价的波动也明显加大。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。

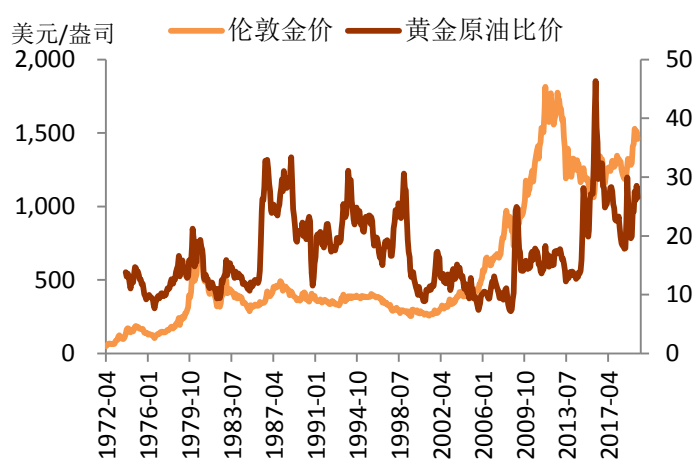
在今年 12 月召开的 OPEC+产油国会议，最终并没有就市场预期那般延长减产期限，而是决定加大减产力度。通常来说，加大减产力度是比延长减产期限更有效的手段，但会议结果公布后，油价并未出现大幅跳涨。一方面因为减产的执行效果可能有限，另一方面，原油的供需格局发生了根本性的改变。受益于科技进步推动页岩油增产，美国已经成为全球头号产油国，并在今年 9 月首次成为月度原油净出口国。考虑到全球经济下行压力仍存，原油需求恐仍将维持弱势，供需面整体趋宽松，即使 OPEC+深化减产或也无法扭转原油价格的颓势，长期来看原油价格难言乐观。

目前黄金原油的比价从 20 下方回升到至 25 一线。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 34 黄金/原油比价变化



图表 35 金价与金油比价对比



数据来源：Wind，铜冠金源期货

3、贵金属期现价差变化

在上海期货交易所对黄金、白银期货相继引入做市商机制后，今年 11 月黄金白银期货终于打破以往仅有 06 合约和 12 合约两个主力合约交易的“羊群效应”，双月合约的活跃度明显提升，合约连续性得到很大改善，这有助于降低企业套保成本，增强黄金企业套期保值和交割的积极性，平滑不同黄金期货合约之间的价差，更好地实现价格发现功能。

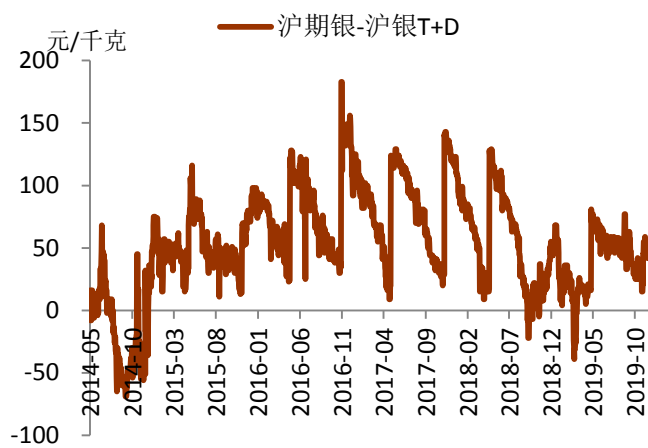
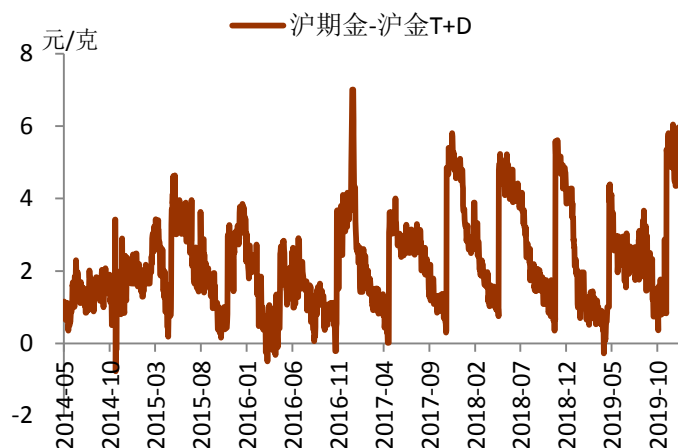
在今年 3 月份，正式降税之前，白银的期现价格出现了罕见的持续两周期现倒挂的情形。这是因为白银期货的价格为含税价，降税直接影响到白银期货的价格。4 月 1 日开始降税之后，期现倒挂的情形才开始修复。

而黄金期货的期现价差则更多受到人民币兑美元汇率变化预期的影响。在今年第三季度，国际金价大幅上涨，人民币兑美元汇率贬值，并有继续贬值的预期，黄金期货价格明显强于现货，也使得今年第三季度的期现价差的回归不及往年。

目前沪黄金白银期货的主力合约都在 2002 合约，而沪期金主力合约与黄金 T+D 现货的价差依然在 5 元/克附近，沪期银主力合约与白银 T+D 现货的价差仍处于高位，这包含了人民币兑美元贬值预期的影响。随着时间的推移，国内金银的期现价差，以及与外盘之间的内外价差都会继续缩小。

图表 36 沪期金与沪金 T+D 价差变化

图表 37 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，但在下半年库存与价格同步上涨。这体现了贵金属的库存对价格的影响并不敏感。近几年全球白银期货的显性库存则持续增加，并不断创新高。COMEX 白银库存目前超过 3 亿盎司，为 24 年高位。国内两大交易所的白银库存也创新高，超过 5000 吨。特别是上海黄金交易所的白银库存已超过 3000 吨，虽然有见顶回调之势，但依然处于历史高位。处于高位的白银库存对银价的走势形成压制。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。

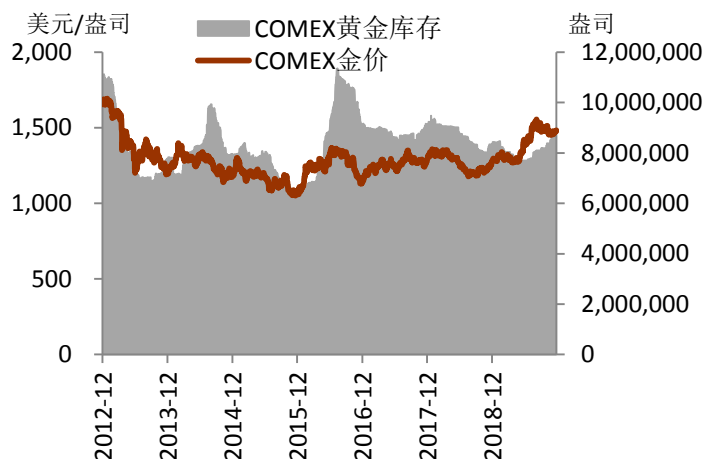
截止 2019 年 12 月 24 日，COMEX 黄金的库存为 867808 盎司，较去年同期增加约 4%；COMEX 白银的库存为 317787 千盎司，较去年同期增加 8%。

图表 38 COMEX 贵金属库存变化

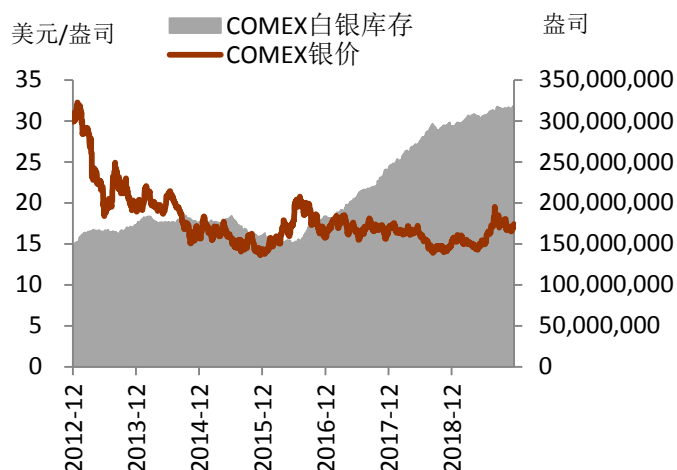
	2018/12/26	2019/11/21	2019/12/24	较上月 增减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	8332745	8506990	8667808	160818	1.89%	335063	4.02%
白银(千盎司)	293552	316718.2	317787.7	1070	0.34%	24236	8.26%

数据来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 39 COMEX 黄金库存变化

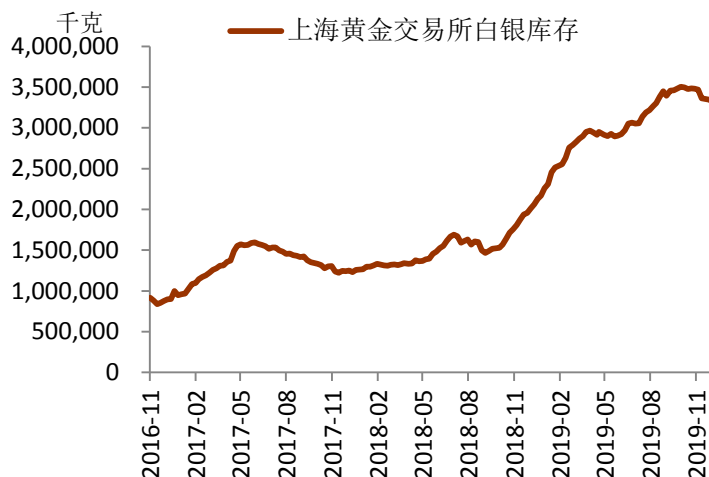


图表 40 COMEX 白银库存变化



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 41 上海黄金交易所白银库存变化



图表 42 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:

年末之际,虽然目前市场风险情绪依然高涨,美股不断再创新高,但国际金价再度站上 1500 美元上方。临近年底黄金向好的表现体现了市场对于明年的风险担忧依然较强,并

且在重新调整投资组合来对冲风险。

目前美国经济处于后复苏阶段，经济增长的内在动能在下降，美元指数回调的概率加大。全球经济下行预期叠加负利率政策的持续将全面拉低全球债券收益率，这会使贵金属的投资需求增加，将利好贵金属中长期价格走势。而地缘政治风险和中美贸易关系的波动将对金价形成脉冲式的助推。

预计 2020 年 COMEX 期金主力合约的主要波动区间在 1450-1850 美元/盎司之间。COMEX 期银主力合约的主要波动区间在 16.5-21 美元/盎司之间。

投资策略建议：沪金银逢低做多

风险因素：美国经济好于预期、中美贸易关系超预期缓和

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。