

山雨欲来风满楼 金果银实待丰收

摘要:

- 2019 年上半年, 美国经济逐渐转弱, 美联储降息预期大增, 美元走弱推升贵金属。
- 贸易摩擦给市场带来不确定性, 地缘政治不稳定因素仍存, 避险需求有所提升。
- 金银比价已在历史相对高位, 但在经济下滑的阶段, 美联储将降息的背景下, 金银比价或还有上行空间。
- 我们认为 2019 年下半年贵金属将呈现出震荡上行的趋势, 黄金将主要运行在 1350-1500 美元/盎司、300-340 元/克区间, 白银将主要运行在 14-18 美元/盎司、3550-4250 元/千克区间。

贵金属研究

作者姓名: 江露

邮箱: jainglu@csc.com.cn

电话: 023-81157292

投资咨询资格号: Z0012916

发布日期: 2019 年 07 月 01 日

目 录

一、行情回顾.....	3
二、价格影响因素分析.....	5
1、全球经济增长乏力，下行压力逐渐显现.....	5
2、美联储降息渐行渐近，美元指数或将走低.....	6
3、避险情绪低位回升，实际利率持续下行.....	8
4、贵金属投资需求探底回升.....	9
5、金银比价呈上升趋势.....	10
三、行情展望与投资策略.....	11

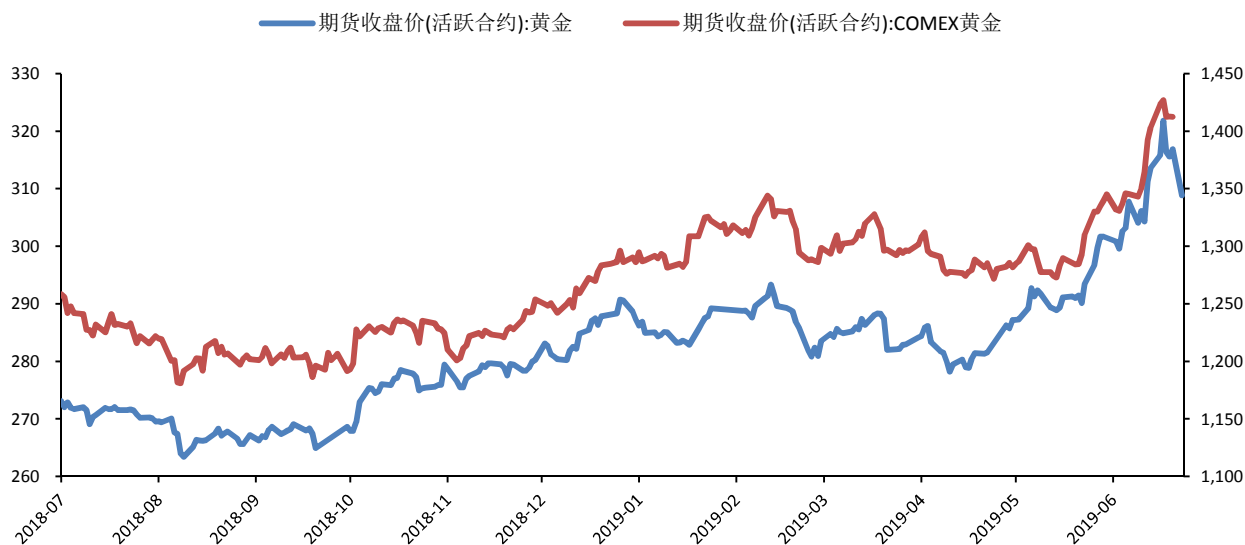
图目录

图 1: 沪金与 COMEX 金走势 (元/克, 美元/盎司)	3
图 2: 沪银与 COMEX 银走势 (元/克, 美元/盎司)	3
图 3: 美元与 LME 黄金	4
图 4: 全球 GDP 实际增速及预测	5
图 5: 摩根大通全球采购经理人指数	5
图 6: 经合组织综合领先指标	5
图 7: 经合组织商业及消费者信心指数	5
图 8: 四国或地区 GDP 增速	6
图 9: 美国 CPI	6
图 10: 美国 ISM 制造业 PMI	6
图 11: 美国失业率和新增非农就业	7
图 12: 美国消费者信心指数	7
图 13: 欧元区失业率与 CPI	7
图 14: 欧元区制造业 PMI	7
图 15: 日本失业率和 CPI	8
图 16: 日本 PMI	8
图 17: TED 利差	8
图 18: VIX 与标普 500 指数	8
图 19: 美国 5 年期国债、TIPS 收益率及通胀预期	9
图 20: 美国国债收益率与 CPI	9
图 21: 贵金属基金持仓	9
图 22: 金银比价	9

一、行情回顾

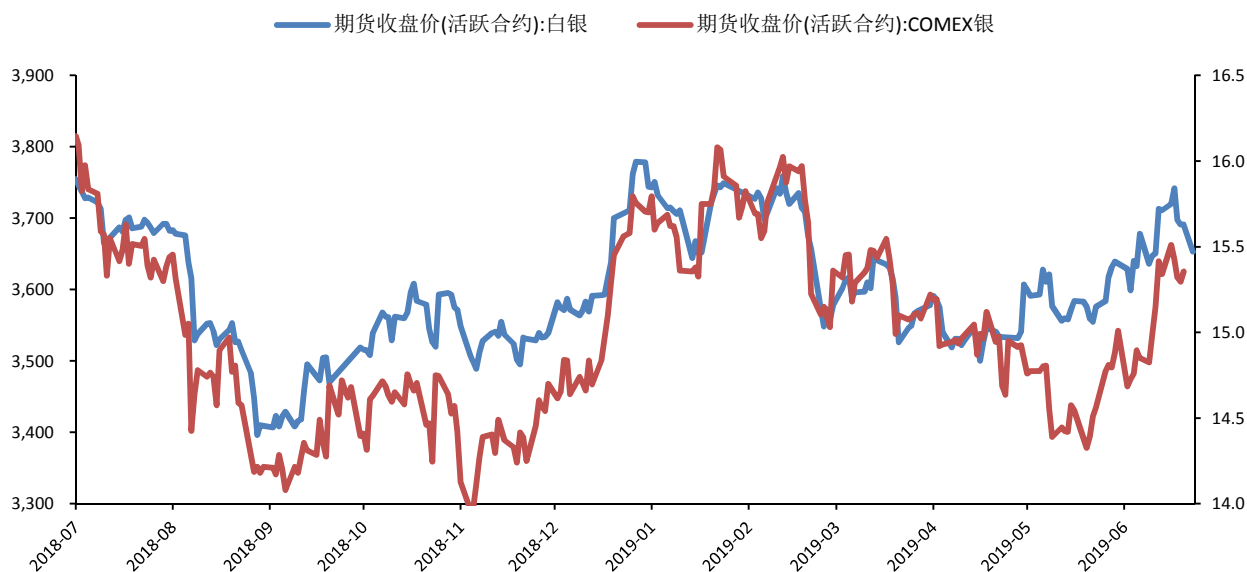
2019 年上半年, 1-5 月黄金基本呈震荡运行的状态, 而白银则震荡走低, 6 月以来, 贵金属大幅冲高, COMEX 黄金主力合约最高触及 1442.9 美元/盎司, 创 6 年新高, 而 COMEX 白银主力合约虽有反弹, 但反弹力度较小。

图 1: 沪金与 COMEX 金走势 (元/克, 美元/盎司)



数据来源: Wind, 中信建投期货

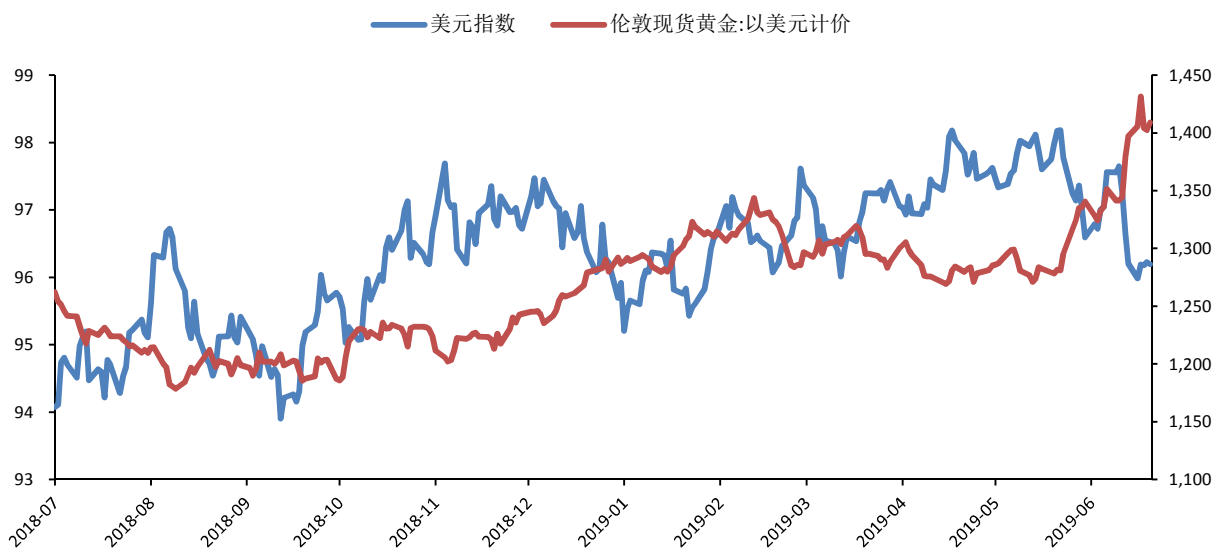
图 2: 沪银与 COMEX 银走势 (元/克, 美元/盎司)



数据来源: Wind, 中信建投期货

2019 年年初，英国脱欧问题带来的不确定性，以及美联储不断变鸽的态度使得金银价格走势偏强。2 月，特朗普为获得边境墙资金宣布国家进入紧急状态，市场卖出美债推升美债收益率，金银价格也因此承压。3 月，美联储会议释放超预期的鸽派信号，但英国硬脱欧的风险推升美元指数，大幅震荡后贵金属显现跌势。4-5 月，由于美元表现强势，虽然美债收益率一路下行，但贵金属始终表现平平，此间贸易局势愈发紧张，而英国脱欧期限再度得到推迟。6 月，随着美国经济数据持续转差，美联储议息会议释放降息预期，贵金属迎来爆发的行情，金价创 6 年新高，而银价也有较大的涨幅。

图 3：美元与 LME 黄金



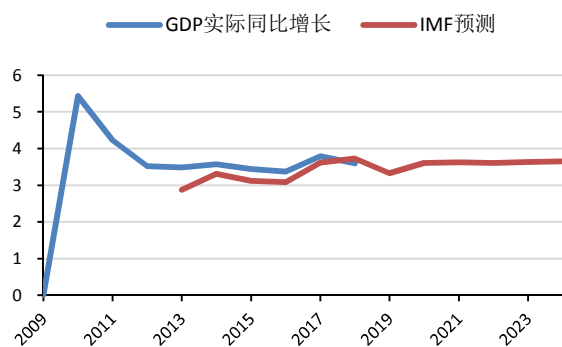
数据来源：Wind，中信建投期货

二、价格影响因素分析

1、全球经济增长乏力，下行压力逐渐显现

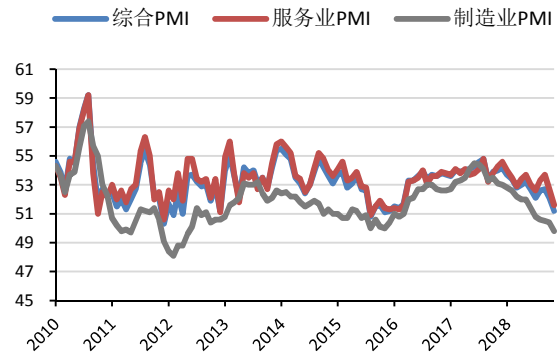
全球经济自 2018 年开始增长乏力，随着美国财政刺激效果减弱，贸易摩擦影响开始显现，今明两年全球经济或面临较大的下行风险。IMF 在 2019 年 4 月的《世界经济展望》中指出，受全球贸易紧张、金融环境收紧、政策不确定性上升以及商业信心疲软等多重因素影响，全球经济活动自 2018 年下半年起显著放缓，并下调对 2019 年世界经济增速的预期至 3.3%，这相比于 2019 年 1 月的预测下调了 0.2 个百分点。

图 4：全球 GDP 实际增速及预测



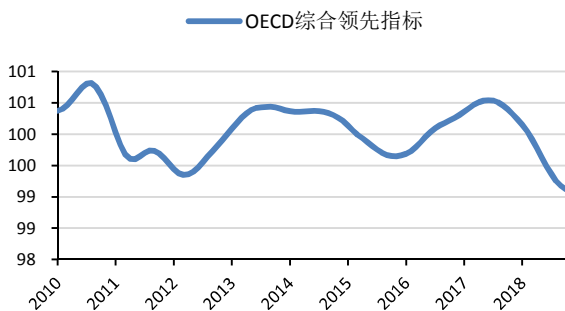
数据来源：Wind, IMF, 中信建投期货

图 5：摩根大通全球采购经理人指数



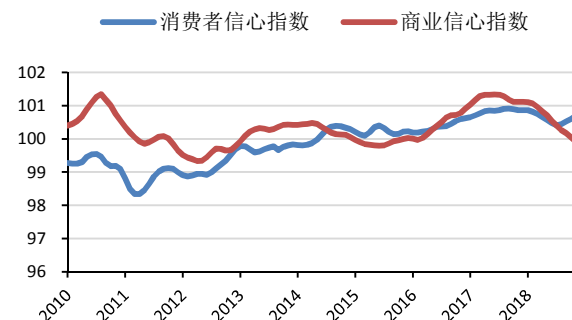
数据来源：Wind, 中信建投期货

图 6：经合组织综合领先指标



数据来源：Wind, 中信建投期货

图 7：经合组织商业及消费者信心指数



数据来源：Wind, 中信建投期货

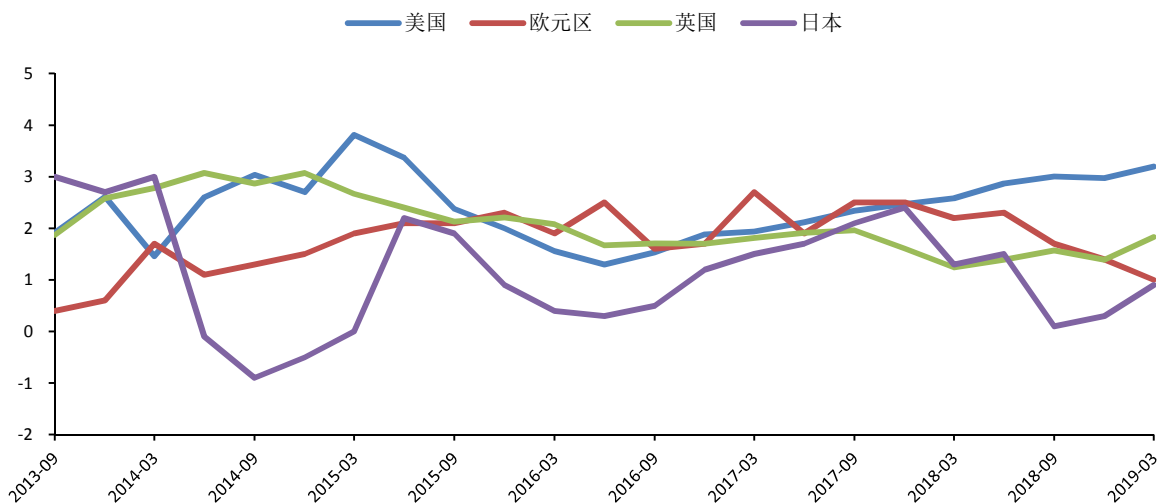
2018 年初以来，全球经济见顶回落，经济扩张减速、市场景气程度不断下滑、消费信心也开始走弱。摩根大通全球 PMI 指数显示，自 2018 年 1 月前后，综合 PMI 指数、服务业 PMI 指数和制造业 PMI 指数纷纷在触顶后逐步下行，其中全球制造业 PMI 指数回落最快，从 2018 年初时的 54.4 的水平持续下滑至 2019 年 5 月的 49.8，表明全球制造业已进入收缩区间，全球经济增长乏力。在全球制造业扩张步伐放缓的背景下，消费者信心也逐渐下滑。经合组织统计数据，2019 年 5 月份，商业和消费者信心指数分别为 99.9184 点和 100.6877 点，分别较 2018 年同期低 1.1915 点和 0.1973 点，呈现下降的趋势，且商业信心指数下降速度明显快于消费者信心指

数，表明企业对未来的经济形势表现出更不乐观的情绪。

2、美联储降息渐行渐近，美元指数或将走低

2018 年全球经济增长逐渐放缓，从几个发达经济体来看，除美国以外，均呈现转弱的趋势，这也支撑美元指数总体维持在高位。不过进入 2019 年后，美国经济也出现下滑的风险。

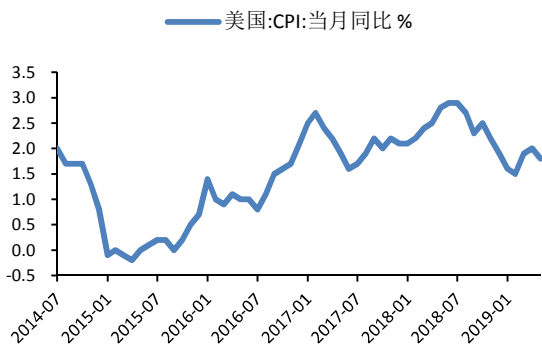
图 8：四国或地区 GDP 增速



数据来源：Wind，中信建投期货

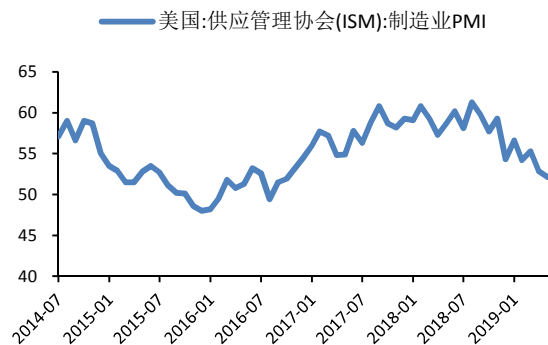
2019 年 6 月，由于美国经济面临下行的风险，美联储议息会议释放出强烈的降息信号。美联储在 2019 年 6 月的会议声明中表示，经济的不确定性增加，总体和核心通胀都将低于 2%；密切关注经济指标的变动，将采取正确行动维持经济的扩张；在政策声明中删除“耐心”一词。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，对政策声明作出重大调整，将采取适当措施维持扩张；商界和农业合约对贸易的担忧加剧，金融市场的风险情绪恶化；坚定实现 2% 的通胀目标，预计回升至 2% 的步伐放缓。

图 9：美国 CPI



数据来源：Wind，中信建投期货

图 10：美国 ISM 制造业 PMI

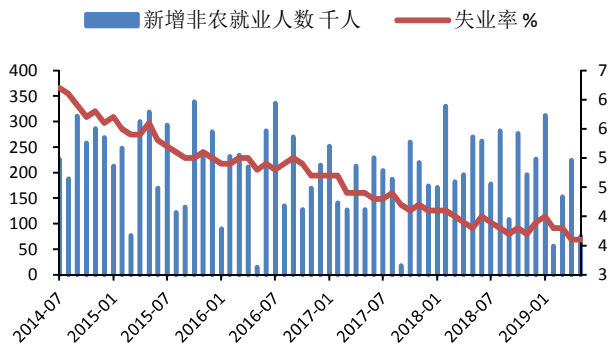


数据来源：Wind，中信建投期货

虽然目前美联储尚未采取行动，但目前市场普遍预计将于 7 月降息，据 CME “美联储观察”，截止 6 月

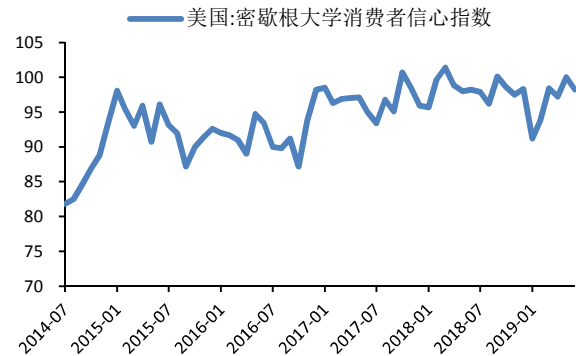
29 日，美联储 7 月降息 25 个基点至 2.00%-2.25% 的概率为 71.9%，降息 50 个基点的概率为 28.1%。这也使得美元指数从高位开始下滑。

图 11：美国失业率和新增非农就业



数据来源：Wind，中信建投期货

图 12：美国消费者信心指数

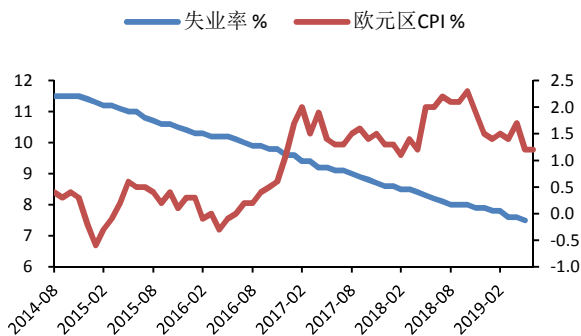


数据来源：Wind，中信建投期货

美元的强弱不仅取决于美国本身，还取决于其他国家经济与美国相对强弱。美元指数由美元与六种货币的相对强弱构成，其中，欧元占 57.6%，日元占 13.6%，英镑占 11.9%，这三种货币合计占美元指数的 77.2%，因此，我们可以主要通过美国与这三个国家经济的相对强弱来分析美元走势。

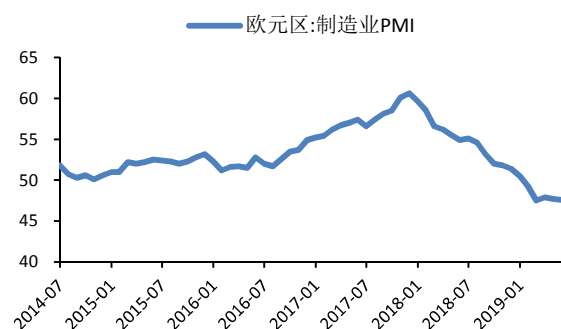
欧洲方面，经济景气程度不断下降，内部矛盾不断显现。Markit 公布数据显示，欧元区 2019 年 6 月制造业 PMI 已回落至 47.6，已持续 5 个月处于收缩区间。服务业扩张程度也减缓，欧元区 6 月服务业 PMI 初值 53.4，与 2018 年同期相比下降 1.8。失业率相对亮眼，目前已降至 7.5%，为九年低位。此外，欧元区通胀数据仍然低迷，欧元区 5 月份核心 CPI 同比上升 1.2%，在欧央行持续宽松的货币政策下，通胀也难以达到欧央行的目标。面对经济低迷的状况，欧央行持续释放偏鸽的信号，在 6 月议息会议声明中，欧央行表示，预计将保持现有关键利率水平不变至少到 2020 年上半年，而这一时间点在近半年会议中不断推迟。欧央行行长德拉吉表示，适度的货币宽松政策是必要的，距离政策正常化仍旧遥远，部分委员提出降息或重启 QE 的可能性，欧洲央行必要时可以降息。虽然欧元区经济仍有下行压力，但考虑到此前欧元持续的贬值，已基本反应了其预期，预计欧元币值将维持相对稳定。

图 13：欧元区失业率与 CPI



数据来源：Wind，中信建投期货

图 14：欧元区制造业 PMI

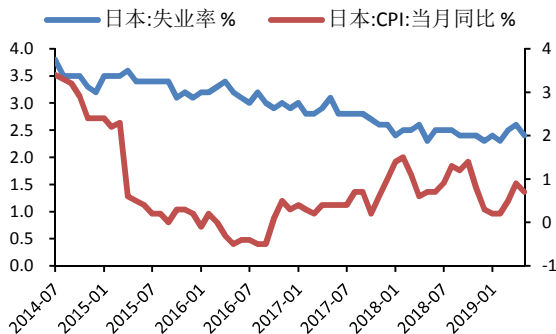


数据来源：Wind，中信建投期货

日本方面，经济开始企稳回升，经济刺激略有效果。2019 年一季度，日本 GDP 同比增速为 1.0%，日本经

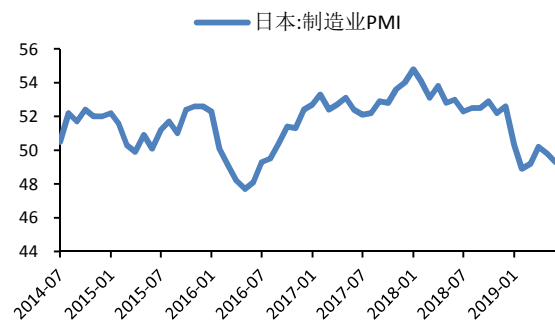
济较此前有所好转，而 2018 年日本经济一度陷入萎缩的境地。Markit 发布数据显示，2019 年 6 月，日本制造业 PMI 初值为 49.3，处于枯荣线下方，较去年同期下降 3.7。可以看到，日本经济景气程度恢复有限。此外，日本通胀持续位于低位。日本总务省最新公布的数据显示，2019 年 5 月日本 CPI 同比升 0.7%，增速低于 5 月的 0.9%，通胀整体仍然低迷，并低于欧美水平。因此，日本央行的持续宽松仅显现部分效果，日元仍然呈现较为低迷的状态。

图 15：日本失业率和 CPI



数据来源：Wind，中信建投期货

图 16：日本 PMI



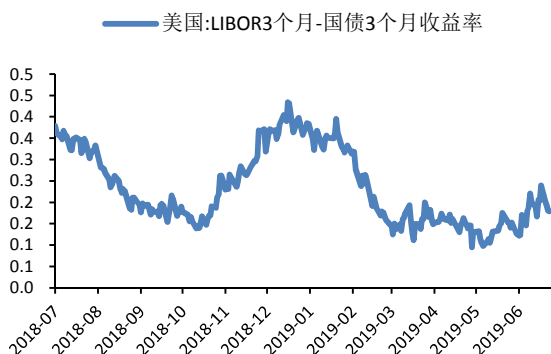
数据来源：Wind，中信建投期货

英国方面，脱欧一波三折，经济不确定性仍在高位。2019 年以来，英国脱欧谈判艰难推进，虽然特蕾莎梅与欧盟达成协议，但英国国内对此份协议不满，脱欧期限不断推迟，同时也导致特蕾莎梅辞职。目前英国国内正准备选出新的领导人，而在新领导人上台之前，脱欧问题恐难有最终结果，同时也提高了无协议脱欧的风险。从经济数据看，2019 年 5 月，英国 CPI 同比上升 2.0%，英国通胀数据正处于下滑的通道，英央行也有了一定的降息空间。鉴于英国脱欧不确定性仍然较强，英镑或呈现偏弱的状态。

综合来说，占据美元指数最重要的三种货币总体稳定或偏弱运行，但鉴于 2019 年以来美国经济边际走弱的趋势明显，美联储若进入降息状态，美元也将承压，预计美元在 2019 年下半年总体将呈现出偏弱的趋势。

3、避险情绪低位回升，实际利率持续下行

图 17：TED 利差



数据来源：Wind，中信建投期货

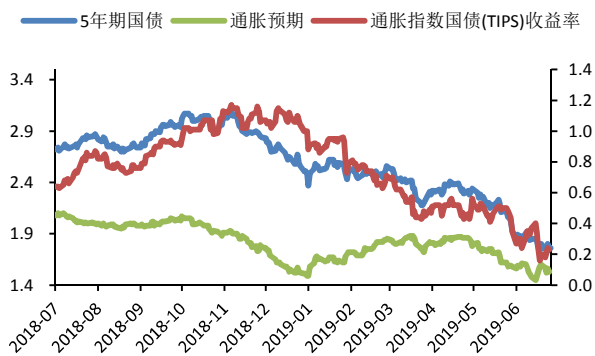
图 18：VIX 与标普 500 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

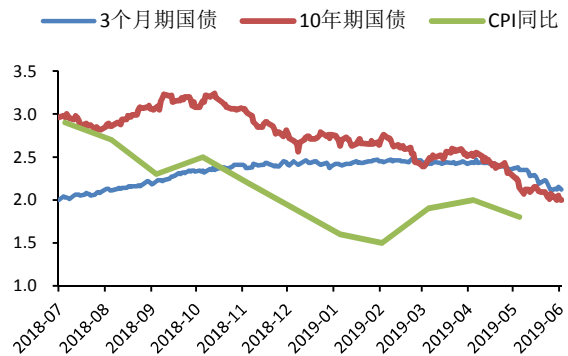
2019 年以来，市场总体平稳，避险情绪也一路下滑，但进入 6 月后，地缘政治风险提高，贸易局势变得紧张，金融市场波动也开始加大，避险情绪一路走高。地缘政治方面，美伊冲突不断，邮轮爆炸事件以及美国无人机被击毁市场一度要触发战争，但随后双方的克制又使避险情绪逐步回落。金融市场方面，自 2019 年 5 月以来，美股大幅波动，VIX 与 TED 利差均震荡走高，市场避险情绪仍存。

图 19：美国 5 年期国债、TIPS 收益率及通胀预期



数据来源：Wind，中信建投期货

图 20：美国国债收益率与 CPI



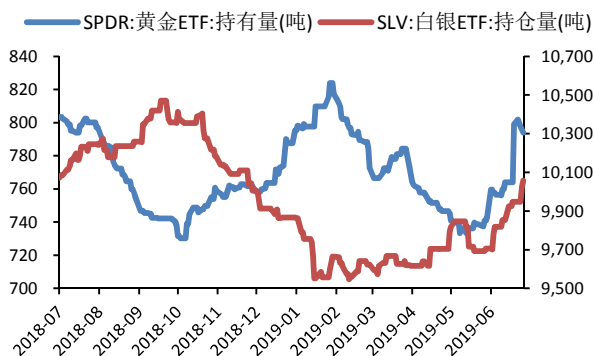
数据来源：Wind，中信建投期货

目前，美国通胀从高位回落，并且美联储的降息预期已逐步在金融市场上反应，若美联储降息后期成功落地，预计下半年美国通胀下行将逐渐放缓。从国债收益率来看，随着美国经济的转弱，美国长短端期国债收益率逐渐下滑，截止 2019 年 6 月 28 日，美国 3 月期国债收益率 2.12%。10 年期国债收益率 2.00%，而通胀率低于两者，5 月 CPI 公布值为 1.8%。此外，目前美国 5 年通胀预期仍然偏低，已运行至至 1.5% 附近，中长期范围内通胀仍有下行的担忧。

总而言之，阶段性风险事件仍然频发，2019 年下半年贵金属在避险功能价值将继续显现，并且美国实际利率持续下行，贵金属投资吸引力持续增强。

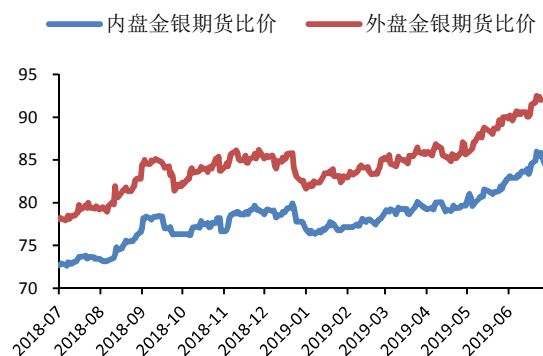
4、贵金属投资需求探底回升

图 21：贵金属基金持仓



数据来源：Wind，中信建投期货

图 22：金银比价



数据来源：Wind，中信建投期货

黄金供需平衡延续过剩的状态，黄金投资需求探底回升。世界黄金协会统计数据显示，2019 年 1 季度，世

界黄金总供应量 1150.0 吨，去年同期为 1153.1 吨，黄金供应量减少 0.27%。从需求来看，2019 年 1 季度，世界黄金总需求量 1053.3 吨，去年同期为 984.2 吨，黄金需求量增加 7.02%。

从基金持仓来看，截止 2019 年 6 月 28 日，SPDR 黄金 ETF 持有量为 794.04 吨，SLV 白银 ETF 持有量为 10056.71 吨，均呈探底回升的态势。2019 年贵金属 1-5 月，贵金属投资需求总体偏弱，但进入 6 月，投资需求大幅增加。若美联储降息落地，2019 年下半年贵金属投资需求仍将继续走高。

5、金银比价呈上升趋势

2019 年上半年，由于全球经济走弱，白银的商品属性遭到压制，使得黄金相对表现持续强于白银，金银比价呈震荡上行的趋势，目前外盘金银比价已达到 92 左右，仅略低于历史高位。由于黄金的金融属性强于白银，而白银在工业上的应用多于黄金，在目前世界经济增长持续放缓的背景下，白银需求短期仍难有起色，而黄金的金融属性较为突出。伴随着美联储的降息预期成为现实，黄金的表现或继续强于白银，因此，2019 年下半年金银比价仍有望继续走高。但若宽松的货币支撑经济复苏，进而提振白银需求，或使得金银比价出现拐点，因此需持续关注经济运行状况。

三、行情展望与投资策略

综上，贸易摩擦等因素加剧了全球经济下行的风险，美国经济也不复此前的强劲，投资者风险偏好有上升，贵金属逐渐受到投资者青睐。目前美联储释放出偏鸽的信号，准备采取降息的操作支持经济稳定增长，而欧英日三个经济体继续保持此前宽松的态度，考虑到货币政策的相对变化，美元在下半年或偏弱运行，而贵金属仍有上升的空间。其中，黄金将更多受益于因经济走弱带来的货币宽松，而白银因受经济状况的压制需求不振，影响相对较弱。

总体而言，我们预计 2019 年下半年贵金属将呈现出震荡上行的趋势，黄金将主要运行在 1350-1500 美元/盎司、300-340 元/克区间，白银将主要运行在 14-18 美元/盎司、3550-4250 元/千克区间。

联系我们

中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B，名义层11-A，8-B4,C
电话：023-86769605

中信建投期货有限公司上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元
电话：021-68765927

中信建投期货有限公司湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903
电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室
电话：0791-82082702

中信建投期货有限公司深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 11I
电话：0755-33378759

漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号
电话：0596-6161588

西安营业部

地址：西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G
电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室
电话：010-85282866

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912
电话：010-82129971

武汉营业部

地址：武汉市武昌区中北路 108 号兴业银行大厦 3 楼
电话：027-59909521

中信建投期货有限公司杭州分公司

地址：杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811、812 室
电话：0571-28056983

太原营业部

地址：太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室
电话：0351-8366898

上海浦东营业部

地址：上海自由贸易试验区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室
电话：021-68597013

中信建投期货有限公司济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座十层 1016、1018、1020 室
电话：0531-85180636

中信建投期货有限公司大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦 2901、2904、2905、2906 室
电话：0411-84806316

中信建投期货有限公司河南分公司

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房
电话：0371-65612397

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房
电话：020-28325286

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1
电话：023-88502020

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号
电话：028-62818701

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室
电话：021-64040178

南京营业部

地址：南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座
电话：025-86951881

中信建投期货有限公司宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街 180 号国际金融中心 1809-1810 室
电话：0574-89071681

合肥营业部

地址：合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 室
电话：0551-2889767

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406
电话：020-22922102

中信建投期货有限公司河北分公司

地址：廊坊市广阳区金光道 66 号圣泰财富中心 1 号楼 4 层西侧 4010、4012、4013、4015、4017
电话：0316-2326908

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，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。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com