

全球央行放鸽，贵金属冲高回落

宏观经济研究部

研究员：刘期彧

投资要点：

●行情回顾：三季度，贵金属冲高回落，黄金走势稳健，白银波动加大，整体表现为金弱银强。

●全球经济：全球经济持续回落，美国经济承压，然表现仍优于其他国家，美元指数震荡上行。

●避险等其他因素：中东局势动荡，中美贸易战时打时停，金银比快速回落反弹，黄金避险需求上升。

●金银持仓分析：非商业头寸持续上涨，ETF 持仓稳步提升，9月下旬出现回调，短期上涨乏力。

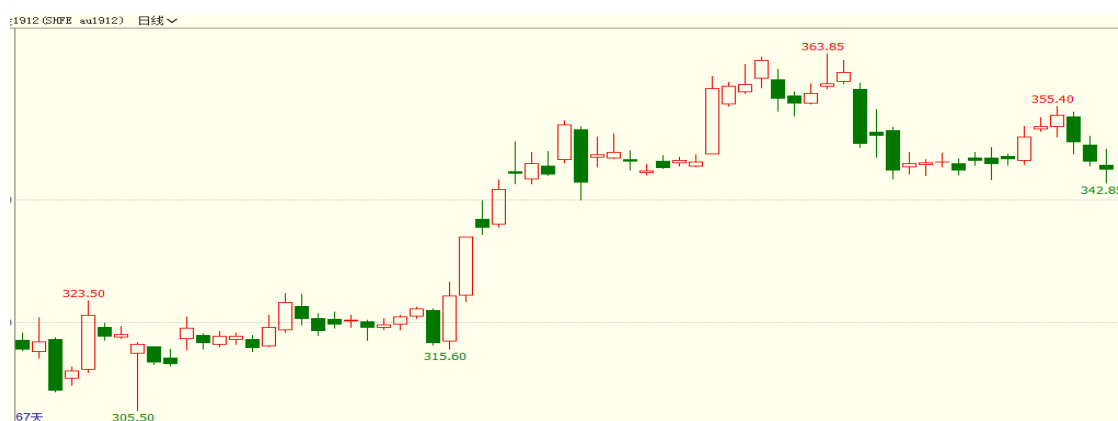
●展望与建议：短期谨慎，维持中长线多头思路，预计四季度前低后高。

一、行情回顾

2019 年三季度，贵金属冲高回落，黄金走势稳健，白银走势偏强，金弱银强使金银比高位回落。

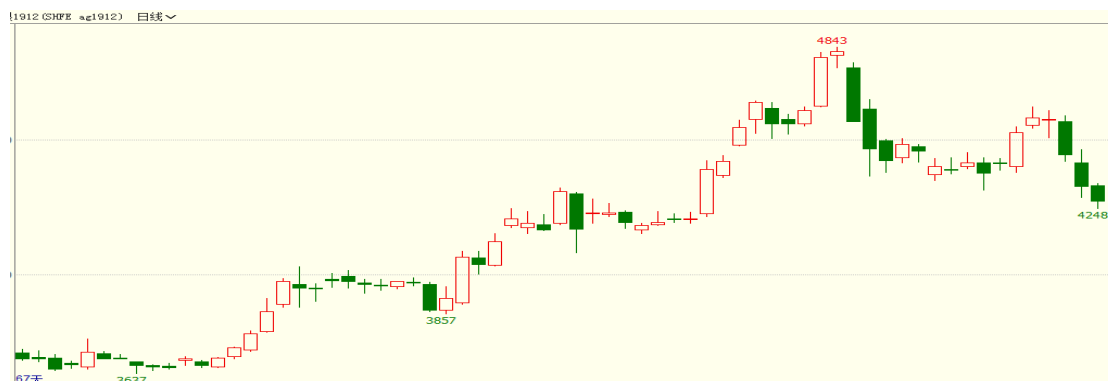
品种	指标	上季	本季	涨跌
沪金主力	收盘价格（元/克）	316.7	345.05	+8.95%
	持仓（万）	46.9	46.3	-1.27%
沪银主力	收盘价格（元/千克）	3693	4275	+15.76%
	持仓（万）	78.2	84.1	+7.54%

沪金指数从季初的 316.7 涨至季末的 345.05，涨幅 8.95%，突破了长达几年的箱型整理的区间，创几年来的新高至 360 以上，季末震荡回调，持仓小幅下滑。



数据来源：瑞奇期货

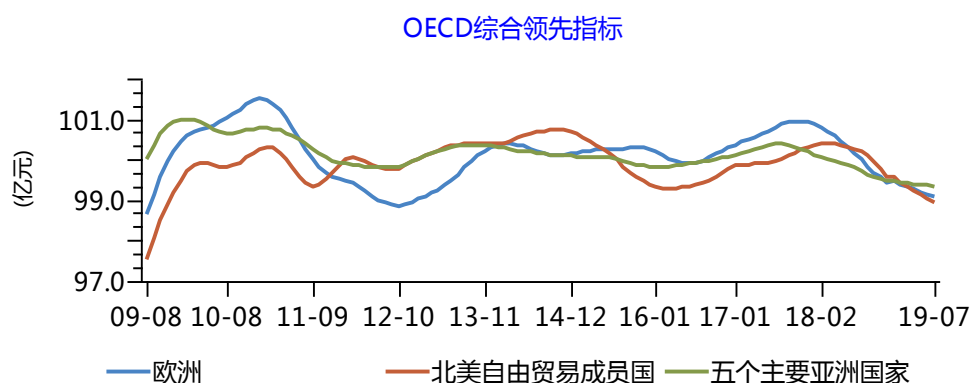
沪银指数从季初的 3693 涨至季末的 4275，涨幅高达 15.76%，强于黄金。白银强势突破近些年的压力，最高涨至 4800 点，季末回调至 4300 点，波动率大于黄金。



数据来源：瑞奇期货

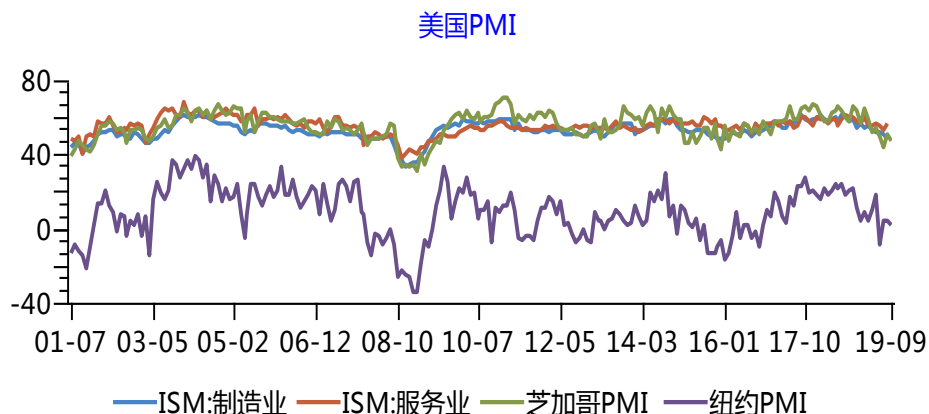
二、宏观面分析

三季度，全球经济持续回落，美国经济不再一枝独秀，从 OECD 领先指标来看，经济预期全面回落至 2012 年。无论是发达国家，还是发展中国家，纷纷下调基准利率。虽然美国经济增长压力加大，但仍强于其他国家，美元指数震荡上升，屡创新高。与美元强弱呈负相反的贵金属并未下跌，相反，由于避险情绪的提升，贵金属走势强势。



数据来源：Wind 瑞奇期货

美联储主席鲍威尔在众议院和参议院作证时释放了鸽派观点，美联储公布的 6 月 FOMC 会议纪要“鸽声四起”，7 月降息几乎已是板上钉钉。当地时间 7 月 31 日，美联储如期宣布降息 25 个基点。市场突然不再担心美联储加息，甚至预期美联储接下来将持续降息。突如其来的货币政策转向的背后是美国经济的衰退预期。进入三季度，由于贸易战时打时停，美国经济雪上加霜，PMI 指数持续下滑，且有加速下滑的趋势。

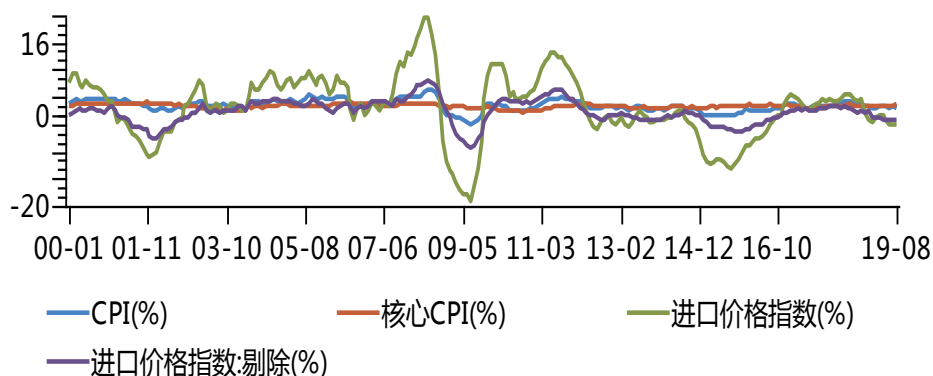


数据来源：Wind 瑞奇期货

本报告观点及数据仅供参考，不作为投资依据。

通胀方面，受经济下滑影响，CPI 指数运行回落至 2% 以下，但核心 CPI 保持稳定。核心 CPI 高位运行可能制约美联储放松货币政策的步伐，由于全球经济下滑明显，需求不足，进口价格指数持续下滑。

美国CPI与进口价格指数



数据来源：Wind 瑞奇期货

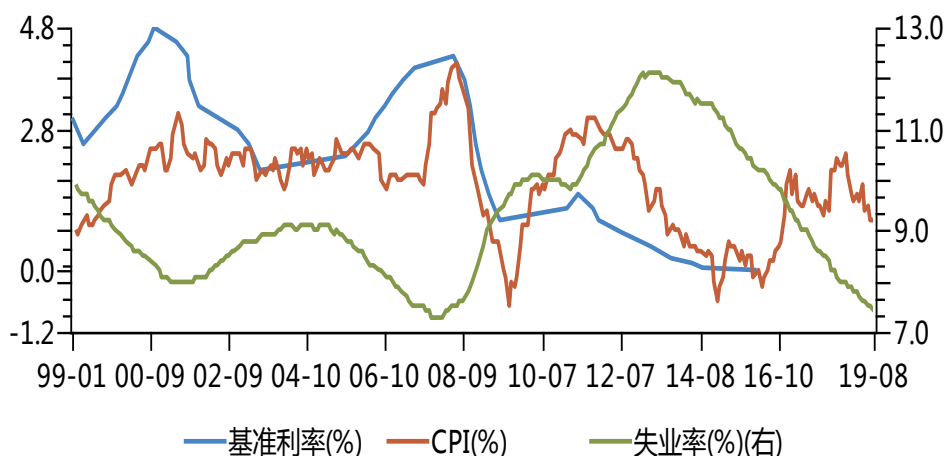
9月19日，美联储议息会议，美联储再度降息25个基点，降息后联邦基金利率范围在1.75至2.00。降息符合预期，但从美联储利率声明的措辞中却不再偏向鸽派，并且点阵图显示降息分歧较为明显，部分委员并不支持降息的决定。而且，还有5位委员认为2019年年内无需再度采取降息的动作。

在美联储最新的经济预期中，基本维持失业率与GDP预期不变。对于经济状况的描述实则并无市场此前想象的那般糟糕，从而加大了市场认为年内美联储或将不会再度采取降息动作的预期。

欧洲方面，经济数据不断下降。根据数据显示，欧元区2019年9月制造业PMI已回落至45.6，已持续8个月处于荣枯线下方，PMI指数回落至欧债危机时期的水平。失业率相对较好，目前已降至7.5%，为九年低位。然而，欧元区通胀数据仍然低迷，欧元区8月核心CPI同比上升幅度跌破1.0%至0.9%，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。只有继续降低利率，扩大QE，才能维持经济不再快速下滑。

北京时间9月12日，欧洲央行宣布降息10个基点。不过由于降息已被市场预期，欧元并未出现太过大幅的下跌。与此同时欧元区央行还宣布重启QE计划，规模为美元200亿欧元，而这无疑将使后市欧元兑美元承压。因此，由于其他国家货币表现辣眼，美元指数不但没有下行，反倒震荡向上。

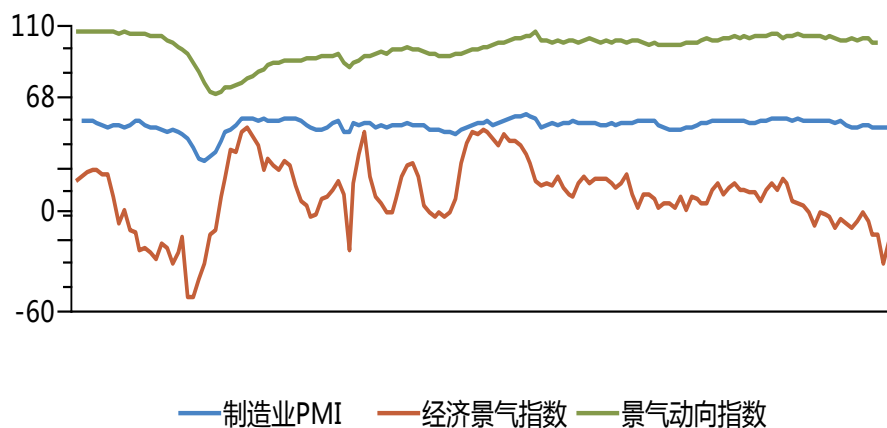
欧元区CPI、基准利率与失业率



数据来源：Wind 瑞奇期货

日本方面，经济景气指数破位下行后反弹，经济刺激效果还行，经济温和扩张。根据数据显示，2019年9月，日本制造业PMI初值为48.9，虽然处于枯荣线下方，但并没有像欧元区那般明显下滑。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9月日本CPI仅同比升0.3%，通胀整体仍然低迷，并低于欧美水平。因此，日本央行仍将维持宽松的货币政策。

日本制造业PMI和景气指数



数据来源：Wind 瑞奇期货

英国方面，9月19日，英国央行公布利率决议，维持利率不变，符合市场预期，但在利率声明中表示不排除未来加息的可能性。不过，由于无协议脱欧的风险，使得当英国央行略显谨慎。而英镑也在9月间呈现出了一定回升的势头。

本报告观点及数据仅供参考，不作为投资依据。

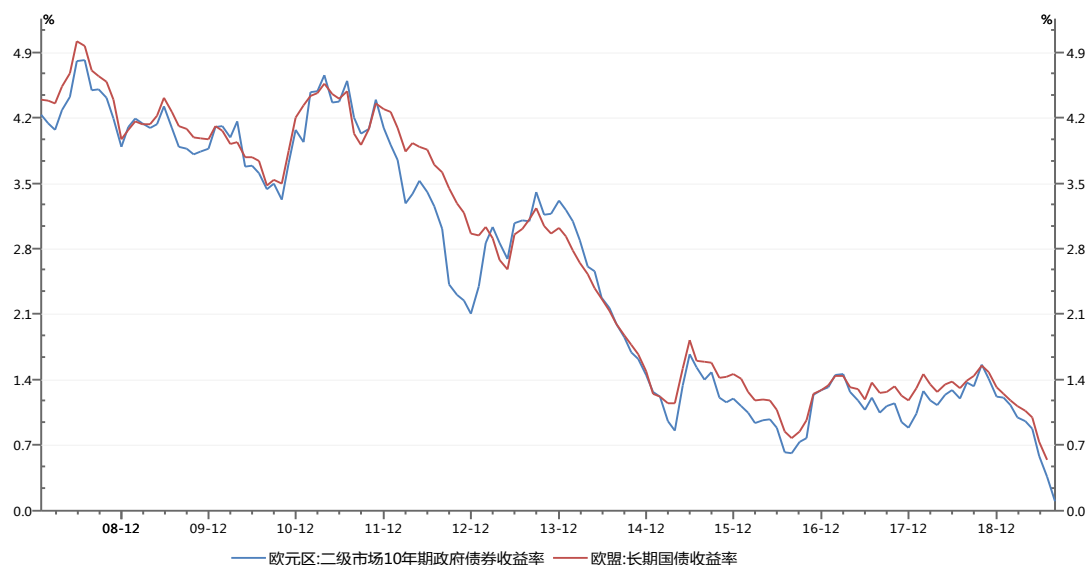
三、 避险等其他因素分析

9 月中旬，沙特油田被也门胡塞武装空袭。沙特、美国等国指责伊朗在背后指使，暗示扩大对伊制裁且不排除军事行动，不过，这仅在短时间内提振了贵金属的走势，持续性相对有限。反倒由此造成的油价飙涨或使市场对通胀水平的预期产生变化。即便如此，中东局势依旧是全球地缘政治风险的导火索，可能随时引发避险情绪的升温。

今年三季度，同样值得关注的还有国债收益率负利率的常态化。美债收益率基本呈现震荡格局，1 年期收益率下降至 1.74%，另一方面，10 年期美债收益率下降至 1.69%，中短期国债收益率出现倒挂。

欧元区方面，与美国不同，各期限欧债收益率持续走低。大部分欧元区国家的长期债券收益率都已经为负。在欧美利差方面，由于欧元区继续量化宽松而，美联储讲话偏鹰，四季度欧美利差大概率持续扩大，欧元继续承压。欧元区国家的长期债券收益率都已经为负，表明欧洲经济的疲软以及欧元区政治危机的发酵，不看好欧元区四季度经济表现。

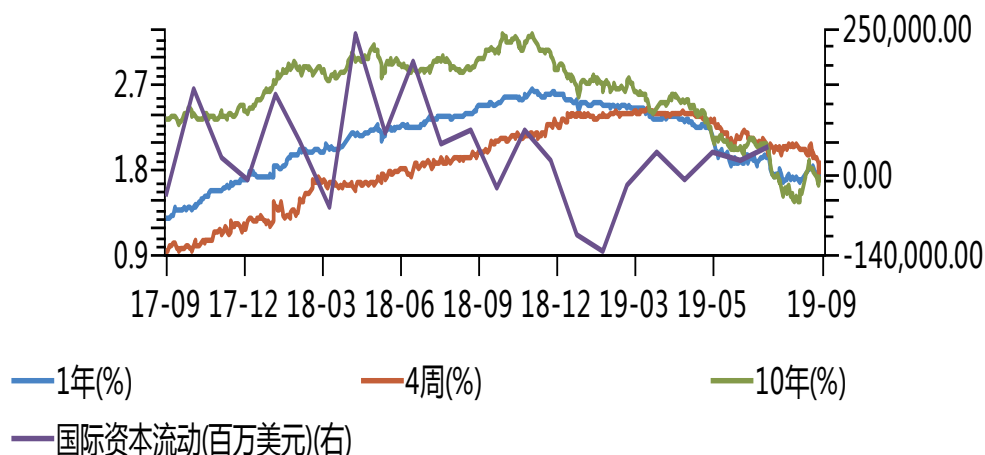
美债收益率倒挂同样表明美国经济前景堪忧，由于阶段性风险事件频繁，使得全球经济不确定性大幅上升，投资者更愿意购买黄金避险，黄金的避险需求上升。



数据来源: Wind

数据来源: Wind 瑞奇期货

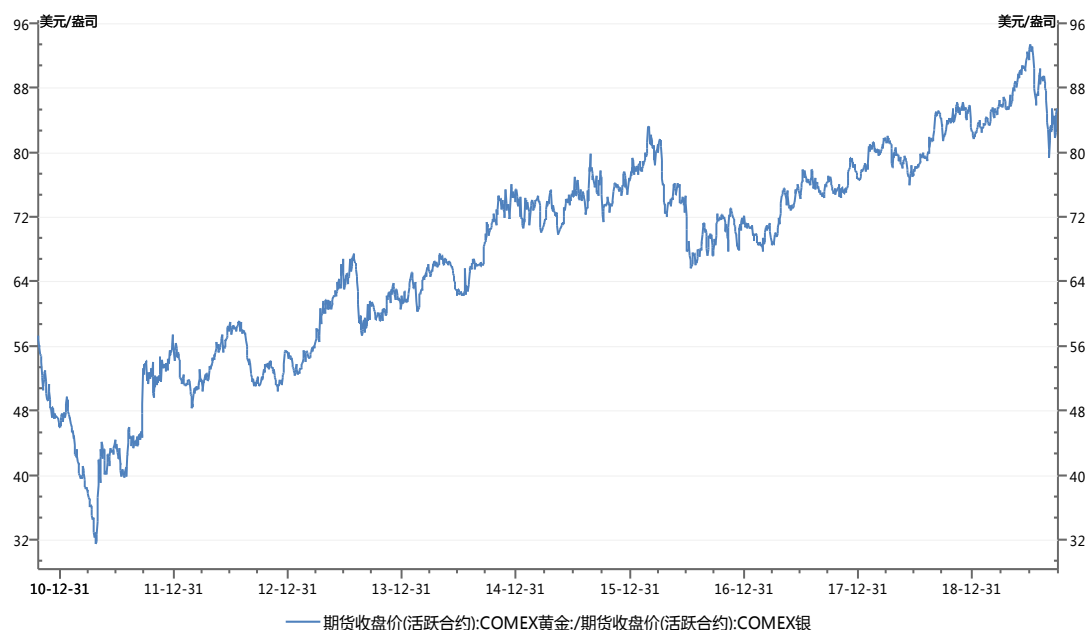
美国国债收益率与国际资本流动



数据来源：Wind 瑞奇期货

三季度，恐怖的金银比受金弱银强的走势有所回归。三季度，金银比最高涨至 94 附近，随后白银价格走势爆发，金银比快速回归，最低跌至 80 以下，目前回到 85 附近。

由于全球经济再度走弱，白银的商品属性遭到压制，降息预期下降且中美贸易战风险下降，避险情绪回落，白银波动较大，黄金避险属性更强，因此，金银比在快速回落之后又再度反弹。



数据来源：Wind

数据来源：Wind 瑞奇期货

本报告观点及数据仅供参考，不作为投资依据。

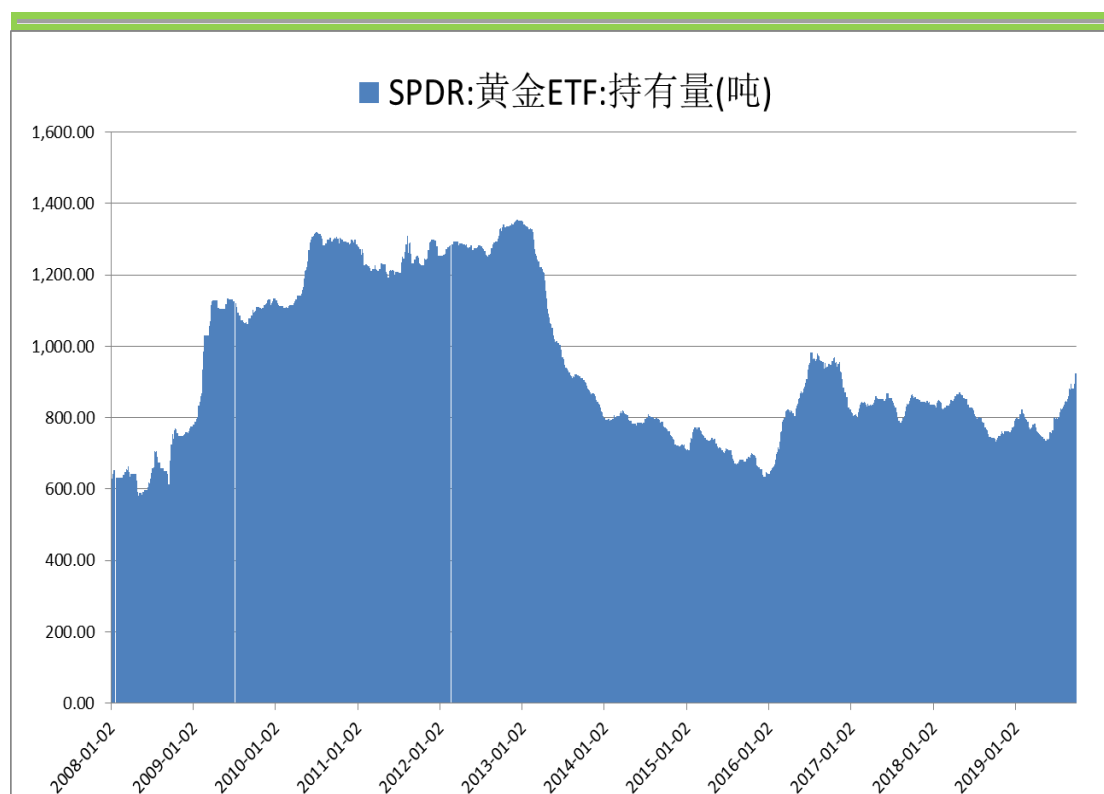
四、 基本面持仓分析

根据美国商品期货交易委员会 (CFTC) 公布的周度报告显示：截止 2019 年 9 月 24 日，CFTC 的期货黄金非商业性净多持仓为 312,444 张，较 2019 年 6 月末增加了 75,890 张。市场依然看好黄金，并增加头寸。于此同时，CFTC 的期货白银非商业性净多持仓为 50,729 张，较 2019 年 6 月末增加了 20,624 张。白银净多单增幅比例远高于黄金，表明白银价值有所回归。

黄金 ETF 方面，2019 年三季度增加了 125.03 吨至 920.83 吨。而白银 ETF，三季度则是上涨 1,905.47 吨至 11,933.05 吨。而自 6 月中旬日起直至 9 月中上旬，白银 ETF 持仓始终呈现出持续走高的态势。近期随着白银价格下跌，持仓略有回调。

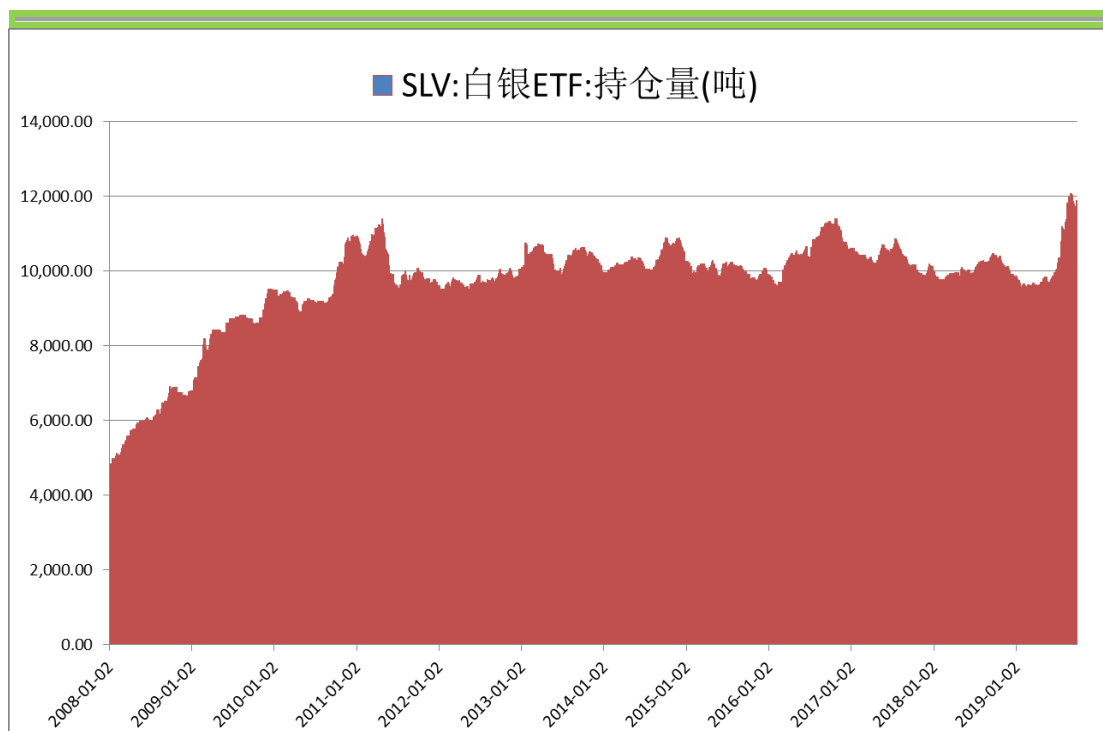
贵金属 ETF 通常对于贵金属中长期的走势有着相对更为重要的指引意义，但对短期行情的波动却显得并不十分敏锐。

黄金ETF：持有量



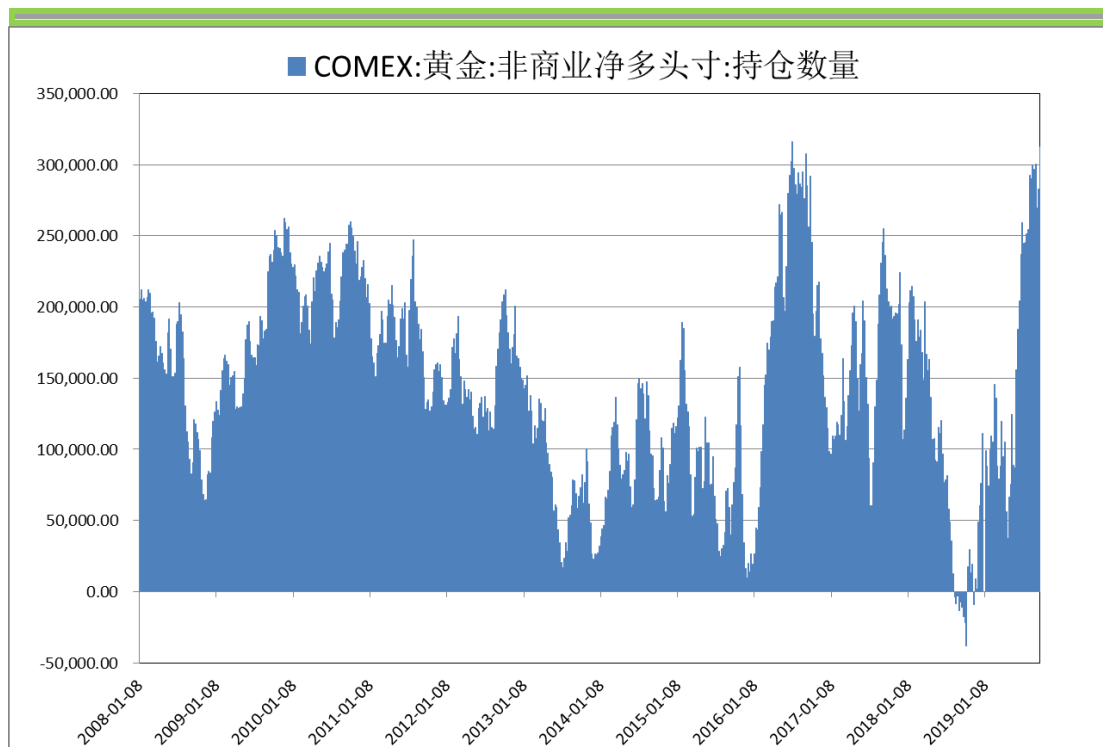
数据来源：wind 瑞奇期货

白银ETF：持有量



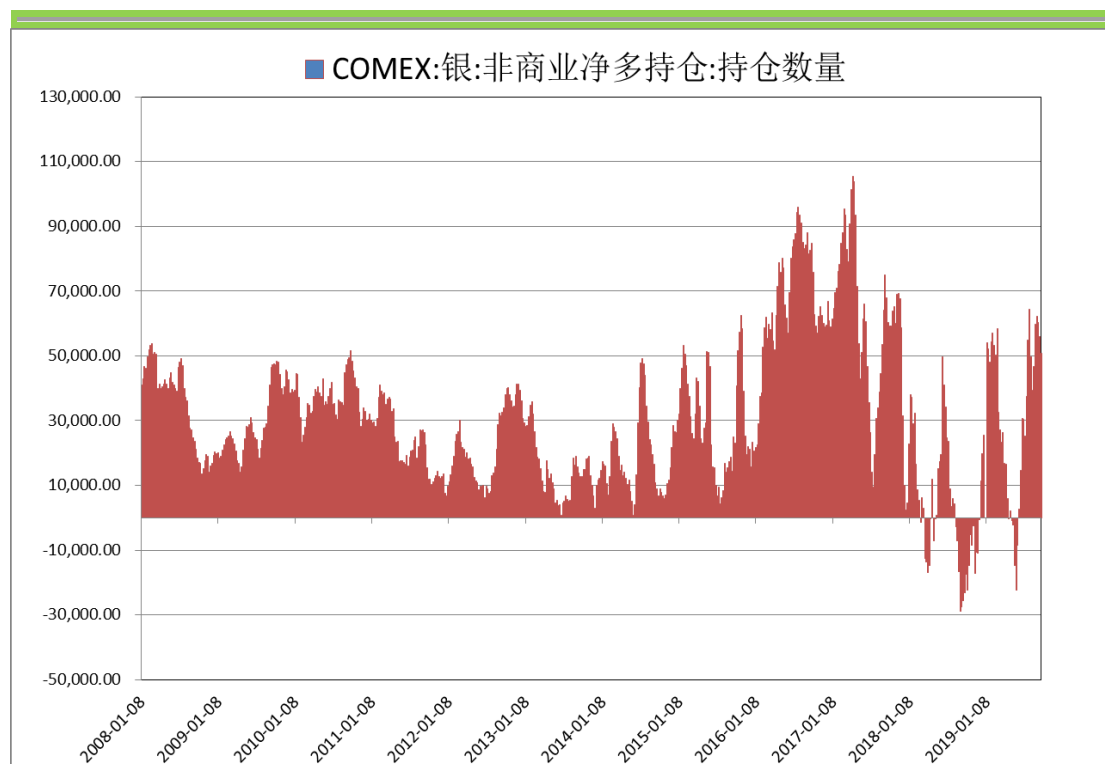
数据来源：wind 瑞奇期货

美黄金：非商业净多头寸



数据来源：wind 瑞奇期货

美白银：非商业净多头寸



数据来源：wind 瑞奇期货

五、行情展望与建议

美国经济不复此前的强劲，全球避险情绪升温，贵金属逐渐受到投资者青睐。由于美联储近期释放出偏鹰的信号，结合中美贸易战升级概率下降，全球避险情绪有一定缓解，9月下旬，贵金属的交易逻辑再度回归经济基本面，美元的强势上涨使贵金属明显承压。

因此，四季度初贵金属仍将延续9月下旬的调整态势，但是回调时间不会太长，空间不会太大，中长期仍然看好贵金属的避险属性。全球国债收益率常态负利率将增加持有贵金属的可能。

综上所述，回调即是买点，短期偏空不改中长期向上走势，预计四季度贵金属走势呈“V”字的前低后高形态。