

2019 年贵金属年报

贵金属策略研究

国元期货研究咨询/贵金属策略年报

避险及金融属性驱动，贵金属中期看涨

报告要点：

全球需求放缓，财政刺激消退以及加息对经济的滞后影响令美国经济增速回落概率较大；欧洲经济在前期量化宽松的效果有望显现；国内货币政策大概率转向略宽松，财政政策更加积极；中美博弈 2019 年仍可能演绎，美联储政策及新兴市场货币风险加大，加上地缘政治风险，预期黄金价格表现将主要由金融及避险属性驱动，贵金属长期看涨。

风险是美联储加息提速，欧盟债务危机，全球通胀回落。

国元期货研究咨询部

电话：010-84555196

相关报告

早盘直通车：8 点 30 之前

每日点睛：16 点之前

周报：周一 16 点之前

目 录

一、2018 年行情综述.....	1
1.1 投资者对黄金报以冷眼，价格 2018 年整体呈向下波动走势.....	1
1.2 金价与主要影响因素之间的相关性发生了显著变化.....	1
1.3 白银的走势呈现单边震荡下行趋势，总体表现不及黄金.....	3
二、全球央行货币政策.....	4
2.1 IMF 下调经济增长预期.....	4
2.2 美联储货币政策变化.....	6
2.3 欧洲央行退出宽松.....	7
2.4 英国央行加息节奏中止.....	8
2.5 日本央行仍不会有大动作.....	9
2.6 央行货币政策大概率转向略宽松，财政政策更加积极.....	9
三、欧美政治、地缘因素.....	9
3.1 中美博弈 2019 年仍可能演绎.....	9
3.2 政策层面，特朗普和美联储走向“十字路口”.....	10
3.3 欧洲一体化倒退风险.....	10
3.4 新兴市场货币风险.....	10
四、2019 年贵金属价格展望.....	11
4.1 美国经济增速预期下降.....	11
4.2 欧央行稳中有进.....	15
4.3 供需边际向好.....	16

4.4 避险情绪抬头	21
五、技术分析	22
5.1 美元指数保持强势冲击近期高点压力	22
5.2 黄金	22
5.3 白银	24
六、2019 年贵金属套利机会	25
6.1 金银比	25
6.2 黄金期现基差	25
6.3 白银期现基差	26

附 图

图表 1: 美黄金周线走势图	1
图表 2: 金价与美债收益率	1
图表 3: 金价与原油走势	2
图表 4: 美元指数与黄金走势	2
图表 5: 黄金与 A 股走势	3
图表 6: 美白银日线走势图	3
图表 7: 上年度贵金属内外盘收盘情况 (截止 12 月 21 日)	4
图表 8: 全球经济增长率	4
图表 9: 美联储近 2 年来历次调整联邦基金利率和贴现率	6
图表 10: 美国 GDP 环比 (季调整)	11
图表 11: 美国失业率:季调(月)	11
图表 12: 美国 CPI 与 PPI (当月同比)	12
图表 13: 美国制造业 PMI (月)	12
图表 14: 道琼斯走势 (周线)	14
图表 15: 美国新增非农就业人数 (初值、月)	14
图表 16: 欧元区 PMI	15
图表 17: 欧元区核心 CPI (当月同比)	16
图表 18: 黄金季度供需平衡表 (单位: 吨)	16
图表 19: COMEX 黄金库存	17
图表 20: COMEX 白银库存	18
图表 21: 黄金基金持仓	18

图表 22: 白银基金持仓	18
图表 23: 黄金 CFTC 净持仓	19
图表 24: 白银 CFTC 净持仓	19
图表 25: 国内黄金持仓量	20
图表 26: 国内白银持仓量	20
图表 27: 美元指数周图走势	22
图表 28: 美黄金周图	22
图表 29: Au 指数周 K 线图	23
图表 30: 美白银周线图	24
图表 31: 白银指数周 K 线图	24
图表 32: 金银比价	25
图表 33: 黄金期现基差	25
图表 34: 白银期现结构	26

一、2018 年行情综述

1.1 投资者对黄金报以冷眼，价格 2018 年整体呈向下波动走势

图表 1：美黄金周线走势图



数据来源：博易大师、国元期货

美联储货币政策预期仍然是 2018 年贵金属市场的主线逻辑之一，2018 年美联储加息预期先抑后扬，贵金属价格也是先涨后跌，美联储在 6 月完成第二次加息之后释放较为鹰派信号，贵金属随即展开下行。市场对地缘政治热点敏感性下降，7 月的土耳其危机也未能有效提振贵金属价格。美联储 9 月加息也最终成为事实，贵金属一降再降，外盘黄金触及 1167.1 美元/盎司年内新低。特朗普政府的贸易政策引发的避险情绪也成为贵金属相关的热门话题。与以往不同的是，这次的“避险”与贵金属关系不大，相反，美元回流给黄金价格带来了比较大的压力。无论出于资产配置的角度，还是想要从投机中获利，投资者都在过去的 2018 年对金银报以冷眼，金银价格年内整体呈向下波动走势。

1.2 金价与主要影响因素之间的相关性发生了显著变化

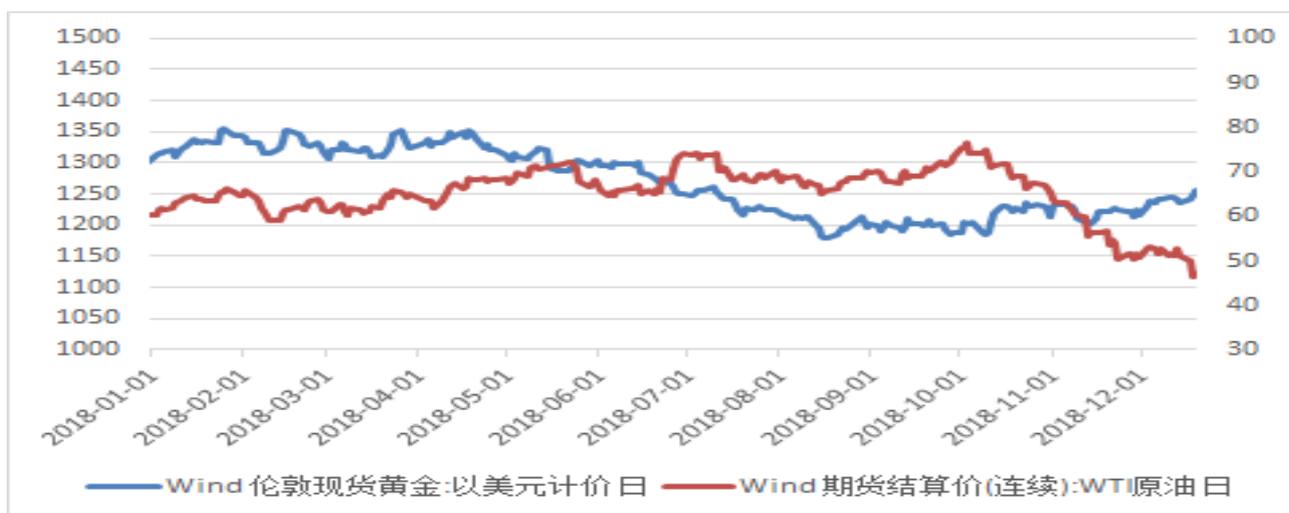
金价与主要影响因素之间的相关性发生了显著变化。其中金价与实际利率（选取 10 年期美国国债实际收益率）二者之间负相关关系减弱；金价与 WTI 原油的相关性基本消失；另外，金价与美元指数的负相关关系强化。

图表 2：金价与美债收益率



数据来源：WIND、国元期货

图表 3: 金价与原油走势



数据来源：WIND、国元期货

图表 4: 美元指数与黄金走势



数据来源：Wind、国元期货

图表 5：黄金与 A 股走势



数据来源：Wind、国元期货

1.3 白银的走势呈现单边震荡下行趋势，总体表现不及黄金

而相比黄金，2018 年白银的走势呈现单边震荡下行的趋势，总体表现不及黄金。最高价格出现在 1 月 25 日的 1770.5 美分/盎司，最低价格出现在 11 月 14 日的 1386.0 美分/盎司，年内波幅达到 21.72%。

图表 6：美白银日线走势图



数据来源：博易大师、国元期货

图表 7：上年度贵金属内外盘收盘情况（截止 12 月 21 日）

内外盘收盘情况				
品种	开盘价	收盘价	涨跌	涨跌幅
国际现货黄金(美元/盎司)	1302.74	1255.74	-47	-3.61%
COMEX（美元/盎司）	1305.3	1259.1	-46.2	-3.54%
黄金 T+D（元/克）	274.81	280.66	5.85	2.13%
黄金期货（元/克）	279.55	284.58	5.03	1.80%
国际现货白银(美元/盎司)	16.92	14.61	-2.31	-13.65%
白银期货（元/千克）	3899	3591	-308	-7.90%

数据来源：博易大师、国元期货

二、全球央行货币政策

2.1 IMF 下调经济增长预期

图表 8：全球经济增长率

Real GDP Growth								
Percent Change yoy	2016	2017	2018 (f)		2019 (f)		2020 (f)	
			GS	Cons*	GS	Cons*	GS	Cons*
US	1.6	2.2	2.9	2.9	2.5	2.6	1.6	1.9
Japan	1.0	1.7	0.9	1.1	1.0	1.1	0.6	0.6
Euro Area	1.9	2.5	1.9	2.0	1.6	1.7	1.6	1.5
Germany	2.2	2.5	1.7	1.8	1.9	1.7	1.6	1.5
France	1.1	2.3	1.6	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6
Italy	1.0	1.6	1.0	1.1	0.4	1.0	1.1	0.9
Spain	3.3	3.0	2.5	2.6	2.3	2.3	2.1	1.9
UK	1.8	1.7	1.3	1.3	1.5	1.5	1.4	1.6
China	6.7	6.9	6.6	6.6	6.2	6.2	6.1	6.0
India**	7.9	6.3	7.5	7.4	7.3	7.5	7.9	-
Russia	-0.2	1.5	1.7	1.8	1.8	1.5	2.8	1.7
Brazil	-3.5	1.0	1.2	1.4	2.6	2.3	3.0	2.6
Developed Markets	1.7	2.4	2.4	2.4	2.1	2.1	1.7	1.7
Emerging Markets	4.5	5.1	5.1	5.1	4.7	4.9	5.3	5.1
World	3.1	3.8	3.8	3.9	3.5	3.6	3.6	3.6

数据来源：高盛、国元期货

国际货币基金组织（IMF）在京发布 2018 年秋季《世界与中国经济展望报告》，将 2018 年、2019 年全球经济增速预期下调至 3.7%。IMF 指出，经济仍在稳步扩张，但均衡性已经下降，部分主要经济体增速或已触顶，贸易紧张局势加剧是全球增长面临的主要威胁。

报告指出，在政策高度不确定的环境下，全球增长的下行风险已经上升，增长快于预期的可能性已经下降。其中，贸易紧张局势加剧，基于规则的多边贸易体系被削弱，是全球增长面临的主要威胁。国际货币基金组织经济顾问奥伯斯费尔坦指出，多边主义必须不断演进。没有多边主义，世界将变得贫穷和更危险。

此外，报告认为，如果发达经济体更快收紧货币政策，或其他风险变为现实而使市场情绪发生变化，那么，依然宽松的全球金融状况可能会急剧收紧，从而暴露出过去若干年积累的脆弱性，削弱信心，并损害投资热情。

在中期内，风险将来自以下方面，即金融脆弱性继续积累，在增长前景疲弱环境下实施不可持续的宏观经济政策，不平等程度加剧以及对主流经济政策的信任度下降。

从国别和地区来看，报告认为，随着财政刺激继续扩大，美国经济增长势头仍然强劲，但鉴于最近宣布的贸易措施，下调其 2019 年的增长预测。美国将在 2020 年开始取消财政刺激，届时货币紧缩周期预计将达到峰顶，因此，经济增长率将下降。欧元区、日本和英国的增长预测已经下调，原因是 2018 年初一些意外情况抑制了经济活动。

在新兴市场和发展中经济体方面，许多能源出口国的增长前景因石油价格上涨而改善，不过，受金融环境收紧、地缘政治局势紧张以及石油进口成本上升等因素影响，下调阿根廷、巴西、伊朗和土耳其等国

的增长预期。一些新兴市场和发展中经济体的前景仍将疲软，特别是按人均增长率衡量，其中，一些大宗商品出口国仍需实施大规模财政整顿。

展望未来，报告预计未来几年，随着产出缺口闭合，货币政策继续回归正常，多数发达经济体的增长率将下降到潜在水平——远远低于全球金融危机爆发前达到的平均增长率。劳动年龄人口增长减缓，生产率增长乏力，是中期增长率下降的主要因素。

2.2 美联储货币政策变化

图表 9：美联储近 2 年来历次调整联邦基金利率和贴现率

	联邦基金利率		贴现率	
	调整幅度	调整后水平	调整幅度	调整后水平
2018 年				
12 月 19 日	调升 25 基点	2.25-2.50%	调升 25 基点	3.00%
9 月 26 日	调升 25 基点	2.00-2.25%	调升 25 基点	2.75%
6 月 13 日	调升 25 基点	1.75-2.00%	调升 25 基点	2.50%
3 月 21 日	调升 25 基点	1.50-1.75%	调升 25 基点	2.25%
2017 年				
12 月 13 日	调升 25 基点	1.25-1.50%	调升 25 基点	2.00%
6 月 14 日	调升 25 基点	1.00-1.25%	调升 25 基点	1.75%
3 月 15 日	调升 25 基点	0.75-1.00%	调升 25 基点	1.50%

数据来源：美联储、国元期货

美联储官员对未来利率预期的点阵图显示，2019 年底联邦基金利率的预测中位值为 2.875%，暗示 2019 年将加息两次，而 9 月点阵图暗示，预计 2019 年将加息三次，当时预计的中位值为 3.125%。

影响美联储货币政策的决定因素

（一）近期：强劲的劳动力市场、符合联储预期的通胀水平和“不得不考虑”的外部因素

2018 年 11 月美国失业率连续第三个月维持在 3.7%，继续保持 49 年来最低水平。按历史统计来看，失业率在往下突破自然失业率约三年之后会发生新的经济衰退，而目前的这一突破自 2017 年 2 月开始并且下穿幅度已经达到了 0.8%，或许意味着尽管此轮美国经济扩张处于周期的后半段，但仍将继续扩张一段

时间。随着油价以及房价持续上涨，劳动力市场持续紧张，PCE 物价指数已连续数月同比增长 2%或以上。

除此之外，美联储或许还不得不考虑其他外部因素，如新兴市场金融动荡加剧等影响。美联储货币政策持续收紧背景下，美元指数和全球流动性变化作为直接诱因，已经导致了新兴市场金融动荡加剧，如果恐慌情绪蔓延导致全面金融风险的爆发，或将使美联储不得不考虑这些外溢因素。

（二）中期：特朗普财政、贸易政策的效果

首先，美联储需认真审视特朗普扩张性财政政策和贸易保护主义政策对其货币政策的影响。

中期美国经济增长的上行因素是强劲的劳动力市场、扩张性财政政策可能带来的居民消费和企业投资增长；主要下行因素是“贸易保护主义”政策可能颠覆性破坏美国企业的全球产业链布局，增加企业投资决策的不确定性，而产生的价格上涨也将影响其消费扩张和贸易逆差。

其次，市场对中期通胀的预期依然偏低，长端美债利率期限溢价仍然为负，期限利差继续收窄，收益率曲线明显扁平化。

（三）长期因素：自然利率水平将远低于以往年

从长期看，这轮货币政策收紧后达到的状态将与以往有很大不同，这个“新常态”的特征是经济的增长和利率水平将远低于以往。

2008 年危机之后的“逆风因素”是过去很长时间自然利率下降的主要原因，但要理解自然利率的长期下降需要研究经济的潜在增速。受人口老龄化和劳动生产率增速降低等因素影响，未来美国经济的可持续增长率较低。根据美国国会预算署数据，未来十年美国的潜在 GDP 增速在 1.9%左右，远低于 1950 年以来的历史平均水平。

综合各种权威估算，认为未来较长时间美国的实际自然利率约为 0.5%~1%。假设通货膨胀水平在 2%的通胀目标下运行，名义短期利率需要保持在 2.5%~3%，这将使得货币政策非常容易受到零利率下限的制约。

2.3 欧洲央行退出宽松

本月的会议不仅是欧央行 2018 年最后一次利率决议，同时也是一个历史性的时刻，因为市场此前普遍认为，欧央行将于本次利率决议中宣布结束于 2015 年出台的量化宽松政策(QE)，正式停止其债券购买计划。四年内，欧央行已经向市场投入了 2.6 万亿欧元用于债券购买。与此同时，近期国际环境的波动也使欧央行退出 QE 和加息的前景变得更加具有不确定性。目前市场的关注点在于，欧央行退出量化宽松的决定是否会受到美联储政策、经济放缓、英国脱欧以及其他欧元区内部矛盾的影响而出现变数。

欧元区内生产总值在三季度出现了四年来最低的增长速度，同时，欧元区最大经济体德国也在三季度出现罕见的 GDP 环比下滑。IHS Markit 欧元区 12 月综合采购经理人指数初值跌至 51.3，创下 2014 年 11 月以来最低。欧洲央行也在本月的政策会议上预计，2019 年欧元区 GDP 将为 1.7%，较 9 月时的预测下调了 0.1 个百分点。经济疲软，退出宽松前景不佳，欧元区 11 月的通胀数据并没有令市场感到乐观，由于能源和食品价格上涨放缓，欧元区通胀较前值有所回落，核心通胀数据仍然低迷。

法国农业信贷银行策略师认为，欧央行已经达到了宽松政策的极限，而一些经济和政治风险可能从现在开始减弱，预计欧央行将按计划退出宽松，并保持前瞻指引不变。法国 Ostrum 资产管理公司首席经济学家 Philippe Waechter 认为，由于经济疲软，国际环境不那么有利，欧央行在停止购债后，也会在相当一段时间内将货币政策维持在当前水平。法国兴业银行表示，欧央行利率决议结束 QE “看起来更像是弹药耗尽，而不是基于一个令人信服的经济前景”。

德国经济部本月中旬发布的预测称，受惠于国内需求旺盛，该国经济仍处于增长轨道，但势头有所放缓。该国经济部长阿尔特迈尔将该国今年的增长预测从此前的 1.8% 下调到了 1.5% 至 1.6% 区间。被视作是欧元区“经济火车头”的德国尚且如此，整个欧元区更是不容乐观。

2.4 英国央行加息节奏中止

受脱欧不确定性影响，英镑汇率从年初的 1.4 美元跌至 1.26 美元，一定程度上打压了消费和通胀。英国央行行长卡尼近期表态称，金融业已准备好应对脱欧进程各项不确定性和挑战，但市场机构越来越多倾向于英国加息节奏中止。由于英国脱欧引发的政治混乱，投资者已减少了对英国央行明年加息的押注。不过，彭博社之前的调查显示，如果能与欧盟达成脱欧谈判解决方案，英国央行最早可能在明年 5 月份采取行动。英国薪资增长在 8 月至 10 月期间加速至 10 年高点，这表明劳动力短缺正迫使雇主提高薪酬以留住和吸引员工。

受困于“脱欧”问题的英国经济也令外界担忧。多家商业机构发布最新报告预计，脱欧将令英国经济面临失速风险，消费、投资、房地产领域恐迎来最直接的萎缩。IHS Markit 首席商业经济学家克里斯·威廉姆森表示，英国经济下行风险明显加大。

英国商会(BCC)近日预计，受脱欧前企业投资冻结和消费者需求低迷影响，2018 年经济增速可能放缓至 1.2%，2019 年将略加速至 1.3%，这将是全球金融危机后英国摆脱 2009 年衰退以来增速最慢的两年。

2.5 日本央行仍不会有大动作

明年日央行仍不会有大动作。日央行行长黑田东彦暗示，日本 10 年期国债收益率是日央行政策立场的线索，目前日本 10 年期国债收益率顶部为 0.1%。

由于 9 月份特大飓风带来的影响，日本 2018 年三季度经济增速料将萎缩，日央行或将淡化该数据的影响，预计四季度 GDP 增速将十分强劲，并且会一直持续到 2019 年。日央行的政策一直存在较大的争议，日本早稻田大学教授对负利率的研究表明，日央行取消负利率实际上还可能有助于推动经济和物价增速。日本国内对央行政策的这种讨论结果与荷兰国际集团在 2015 年的研究不谋而合。

2.6 央行货币政策大概率转向略宽松，财政政策更加积极

前几日央行行长在出席某讲坛时谈论了自己对于货币政策、人民币汇率和企业融资等的看法，其中引发大众猜想的就是关于货币政策这一块，行长易纲称中央人民银行的货币政策正在从数量调控向价格调控转变。对于这样的发言和国内各种经济形势综合起来，许多经济学家都预测 2019 年我国将会降准，但是对于降准的幅度大家的看法似乎就没有很统一。不过从最近的各种数据看来未来央行降准降息同时进行的可能性应该会更大，因为 CPI 和 PPI 同比之前的数据都有减少，这表示物价降低，市场的需求减少，这也表示近期市场并没有通货膨胀的风险。

货币政策大概率转向略宽松，财政政策更加积极。2019 年货币政策大概率由灵活适度转向略宽松，央行依然会选择数量型中介目标作为主要调控对象，在稳增长和保就业为主要最终目标下，M2 和社融增速 2019 年维持反弹的趋势概率较高。为应对经济下行压力，我们预计 2019 年仍将实行更加积极的财政政策，未来仍可能通过加大减税降费力度，并提高财政赤字率和地方政府专项债新增额度稳增长。

三、欧美政治、地缘因素

3.1 中美博弈 2019 年仍可能演绎

2019 年是全球结构性改革的承续之年。但是贸易摩擦的常态化，一方面导致全球资源配置紊乱、全要素生产率受损，加剧了结构性改革的急迫性，另一方面则因需求侧政策的发力托底，迫使结构性改革的步伐放缓。油价上行、美股波动及中美大国博弈的逻辑仍然没有变化，两大风险仍可能成为 2019 年经济和市场走势的潜在威胁。目前美股估值仍处于较高位置，一旦美债大幅上行或美国经济呈现见顶信号，美股调整仍将拖累全球股市。11 月 1 日，中美两国元首进行了“破冰通话”。11 月 8 日，习近平主席会见了美国前国务卿基辛格。由此，中美关系初见缓和希望，未来进一步的回暖值得期待。但是，长期来看，抑

制中国的崛起、维护美国引领世界的优势，已成为美国两党的共识。一旦国内矛盾急剧激化，不排除特朗普政府携手民主党、恶化贸易冲突的可能性。总体来看，中美经贸关系有望呈现“短期压力缓和、长期博弈延续”的格局。中美进行局部去一体化的可能性较大，但是全面去一体化的概率极小，进行常态化政策博弈的可能性较大，但是开启全面冷战的概率极小。

3.2 政策层面，特朗普和美联储走向“十字路口”

2019年，两大潜在的政策异变将构成美国经济走势的最大不确定性。对于特朗普政府而言，“十字路口”在于中期选举的后续影响。财政政策方面，由于民主党重掌众议院，将对特朗普政府产生真正掣肘，因此进一步减税和基建的可能性显著下降。贸易政策方面，短期来看，在保护主义的反噬下，特朗普的极端反全球化举措得到初步制约。对于美联储而言，“十字路口”在于2019年年中的政策搭配转换。至2019年年中，美联储政策利率目标区间将大概率触及长期中性水平（3%），加息空间收窄，因此若步入周期拐点后的美国经济依然平稳，则美联储有望从“快加息+慢缩表”转变为“慢加息+快缩表”，以适度恢复收益率曲线的陡峭化。

3.3 欧洲一体化倒退风险

2019年，随着经济复苏的疲弱，欧洲内部发展的不均衡性将再度凸显，区域一体化预计将遭遇“两点一线”的挑战。风险点之一在于南欧隐患。历经危机十年，南欧国家人均GDP增长落后于欧元区整体，失业率居高不下，金融体系趋于脆弱，已成为“危机回潮”中欧洲的最弱一环。2019年，以意大利、葡萄牙为代表，南欧国家与欧央行的利益博弈有望频繁爆发，并形成“本国主权信用—本国银行体系—欧洲银行体系”的风险传导。例如，2018年10月，意大利遭到穆迪调降评级，并且其与德国的10年期国债利差已突破3个百分点。这一情景“重演”了2011年9月的状况，即欧债危机冲击意大利的前夕，因此风险压力不可低估。

3.4 新兴市场货币风险

2018年，随着美元指数的走强，全球新兴市场货币普遍承压。展望2019年，新兴市场货币风险有望边际下降。一方面，由于2019年美联储将大概率放缓加息节奏，美国经济增速亦将从高位下滑，因此美元指数预计将上行乏力。新兴市场货币的下行空间整体收窄，虽然短期内仍将继续承压，但是随着市场预期的回调和经济基本面的改善，有望在2019年下半年渐次企稳反弹。另一方面，在贸易摩擦常态化的背景下，“竞争性贬值”的阴影难以消散，叠加全球风险偏好的骤然逆转，可能导致国际资本的间歇式回流，

部分基本面薄弱、过度依赖外债的新兴市场将面临较大风险隐患。

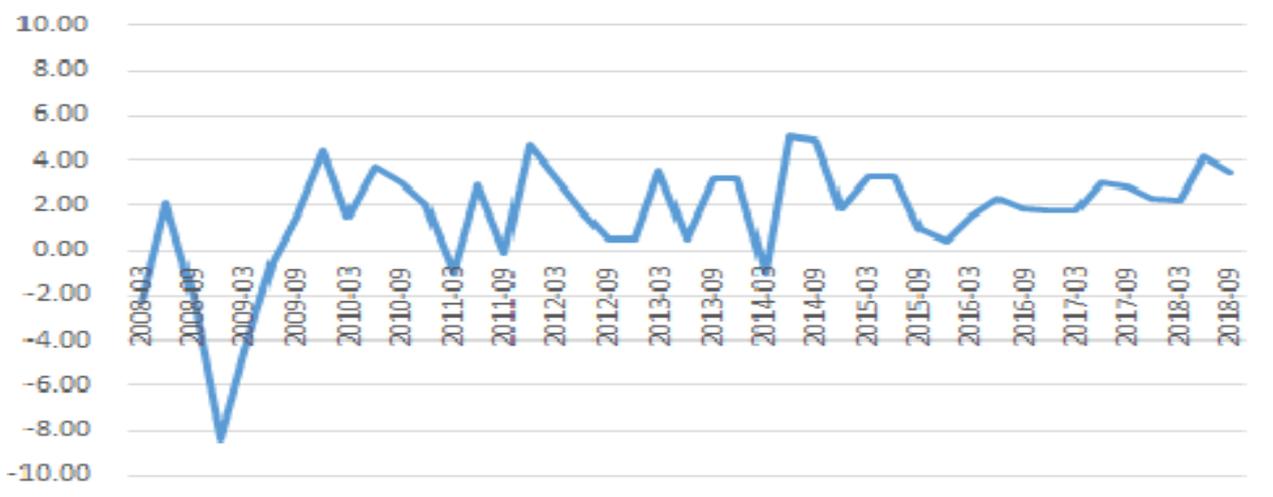
四、2019 年贵金属价格展望

展望 2019 年，全球经济放缓压力加大，美国经济增速预期下降、欧央行稳中有进、供需边际向好、避险情绪抬头、民粹主义、地缘政治风险可能升级，贸易摩擦，增长型回报趋于下降因此总体上预计黄金的避险需求将有不错表现，2019 年黄金价格表现将主要由金融及避险属性驱动，从而提升黄金配置需求。价格下跌风险主要是美国经济远超预期或其他因素导致美元持续上涨，及出现预期外供给冲击推动通胀大幅上涨使得货币政策收缩。

4.1 美国经济增速预期下降

美国 2018 年中位数 GDP 增速预期为 3.0%，9 月预期为 3.1%；2019 年预期为 2.3%，9 月预期为 2.5%；2020 年预期为 2%，持平 9 月预期；2021 年预计为 1.8%，持平 9 月预计；更长期增速预期为 1.9%，9 月为 1.8%。

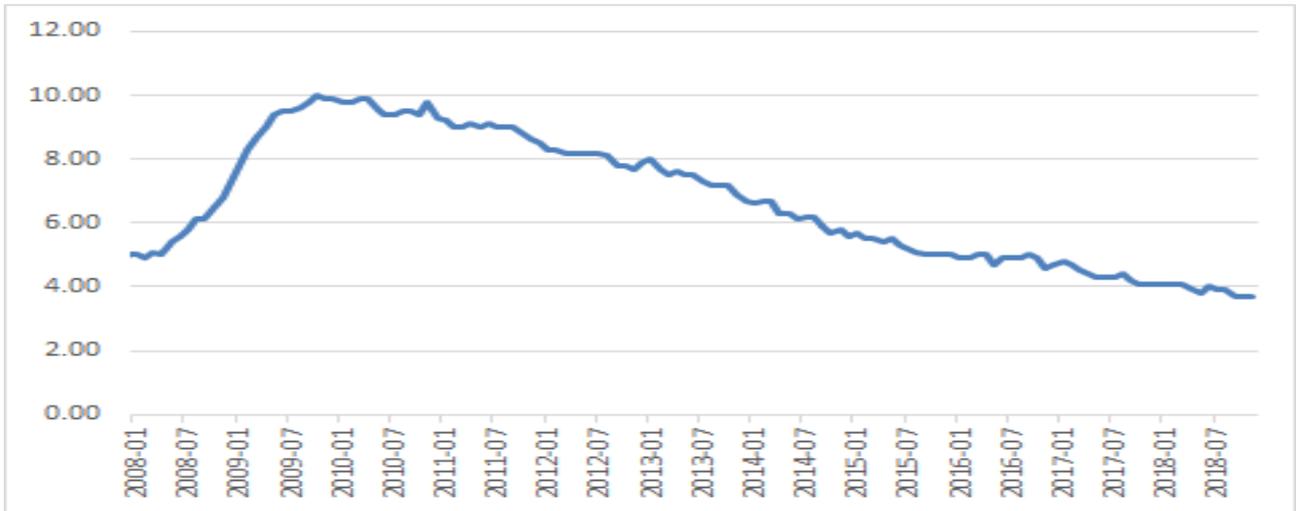
图表 10：美国 GDP 环比（季调整）



数据来源：Wind、国元期货

2018 年中位数失业率预期为 3.7%，持平 9 月预期；2019 年失业率预期为 3.5%，持平 6 月和 9 月预期，2020 年预期为 3.6%，高于 6 月和 9 月预期的 3.5%；2021 年预计为 3.8%，高于 9 月预计的 3.7%；更长期预期为 4.4%，低于 6 月和 9 月预期的 4.5%。

图表 11：美国失业率:季调(月)



数据来源: Wind、国元期货

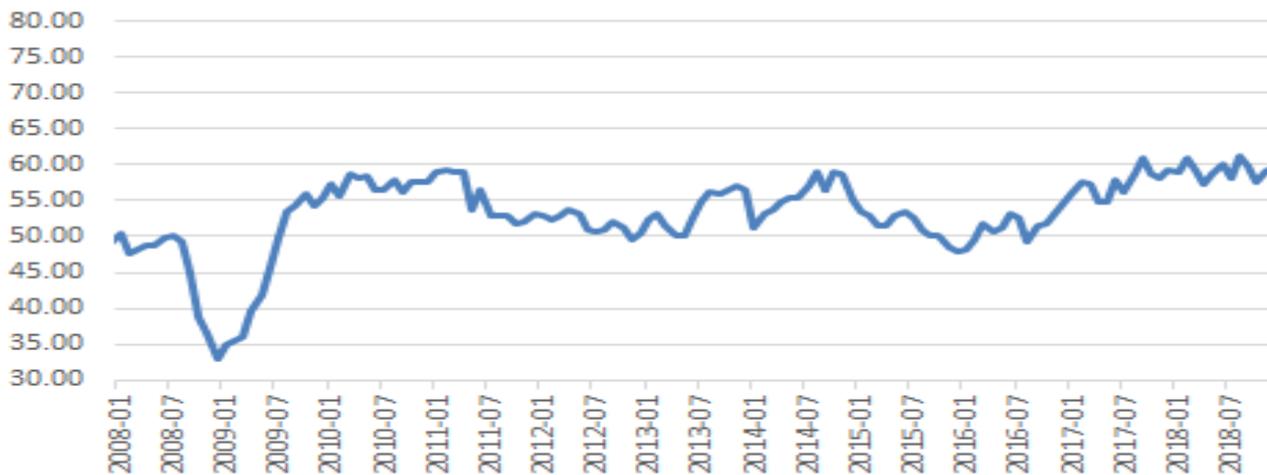
2018 年中位数 PCE 通胀与核心 PCE 预期均为 1.9%，6 月和 9 月均预计分别为 2.1%和 2.0%；2019 年预计分别为 1.9%和 2.0%，9 月预计分别为 2.0%和 2.1%；2020 年预计分别为 2.1%和 2.0%，6 月和 9 月均预计为 2.1%；2021 年预计为 2.1%和 2.0%，9 月均预计为 2.1%；更长期预期为 2.0%，持平 9 月预期。

图表 12: 美国 CPI 与 PPI (当月同比)



数据来源: Wind、国元期货

图表 13: 美国制造业 PMI (月)



数据来源：Wind、国元期货

鲍威尔表示，美国经济已经在过去一年强劲增长，2018年是金融危机以来经济表现最好的一年，不过已经看到经济发展出现一些疲软信号，经济趋弱的证据包括海外经济增长迟滞和金融市场波动，但新变化并未从根本上改变美国经济前景。薪资已经大范围增长，经济强劲增长令许多民众受益。

全球经济增长温和，但仍稳健，金融市场波动增加，这些进展并未从根本上改变经济前景，只是让大部分联储官员略为下调了明年的经济增长和通胀预期。仍预计2019年将稳健增长，经济状况良好。经济已经表明，劳动参与率能进一步上升。

鲍威尔称，今年加息速度比预期快，已经到达预期中性利率区间低端，联储官员现在认为经济更有可能符合明年加息两次的方式；当前货币政策不需要宽松，可以是中性的；政策不是预设不变的，加息路径不确定性相对较高，未来数据将决定利率路径，明年八次货币政策会议中的任何一次都可能行动。点阵图提供有用的信息，但它并非一种共识性预期。鲍威尔称，通胀在年底前比预期更加疲软，通胀趋势将使得委员会对进一步政策保持谨慎。美联储并没有试图让目标低于2%，而是试图达到对称性的2%左右；在实现通胀目标方面尚未宣布胜利，通胀尚未对失业率做出很大反应。

鲍威尔表示，缩表不是一大市场干扰因素，资产负债表缩减的幅度一直都是如此的小，我们没有看到资产负债表收缩制造重大问题。缩表一直都是平稳的，并不认为美国在改变资产负债表政策；计划坚持循序渐进缩表，美联储将继续用利率作为积极的工具。政治考量不会影响利率决定，没有什么能阻止我们做我们认为正确的事，美联储独立的实质就是能做自己的工作。市场的波动未必产生重大的经济影响。我们悉心追踪市场，但别忘了，从宏观经济的角度看，没有哪个市场是单一的主导性指标。这意味着，他认为，没有哪一个市场能完美地反映经济状况。

随着融资成本的升高，居民按揭及消费贷款增速开始放缓。美国经济高度依赖于居民消费，居民消费将影响其经济增长动能。同时贸易政策存在不确定性、进口成本增加以及利率走高也可能导致企业投资减速。此外，近两年美国积极的财政政策也是经济强势的重要原因，但 2018 年底中期选举后，民主党获得众议院控制权，对共和党制衡力加强，特朗普政府加杠杆有可能放缓，也可能成为不利于美国经济增长的影响因素。

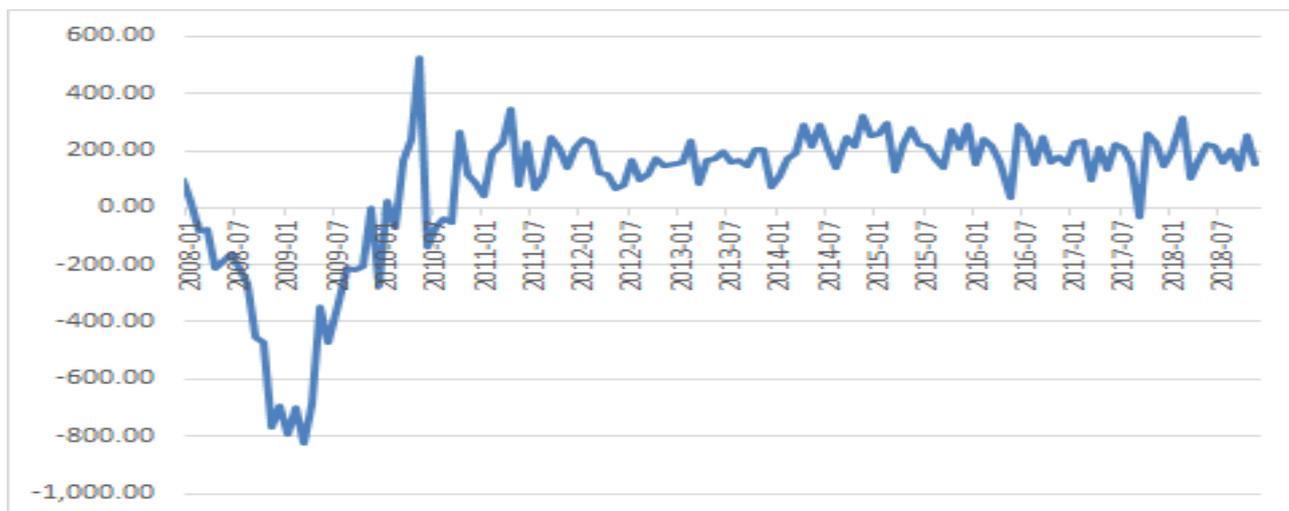
图表 14：道琼斯走势（周线）



数据来源：博易大师、国元期货

美国劳工部数据显示，11 月季调后非农就业人口增幅降至 15.5 万，不及预期的预期 19.8 万，前值 25 万，平均每小时工资年率涨幅持平于 3.1%，失业率持平于 3.7%，均符合预期。美国 10 月季调后非农就业人口变动下修至 23.7 万，初值 25 万；9 月季调后非农就业人口变动上修为 11.9 万，初值 11.8 万。美国劳工部表示，11 月医疗保健、制造业、运输业以及仓储业人数录得上扬。

图表 15：美国新增非农就业人数(初值、月)

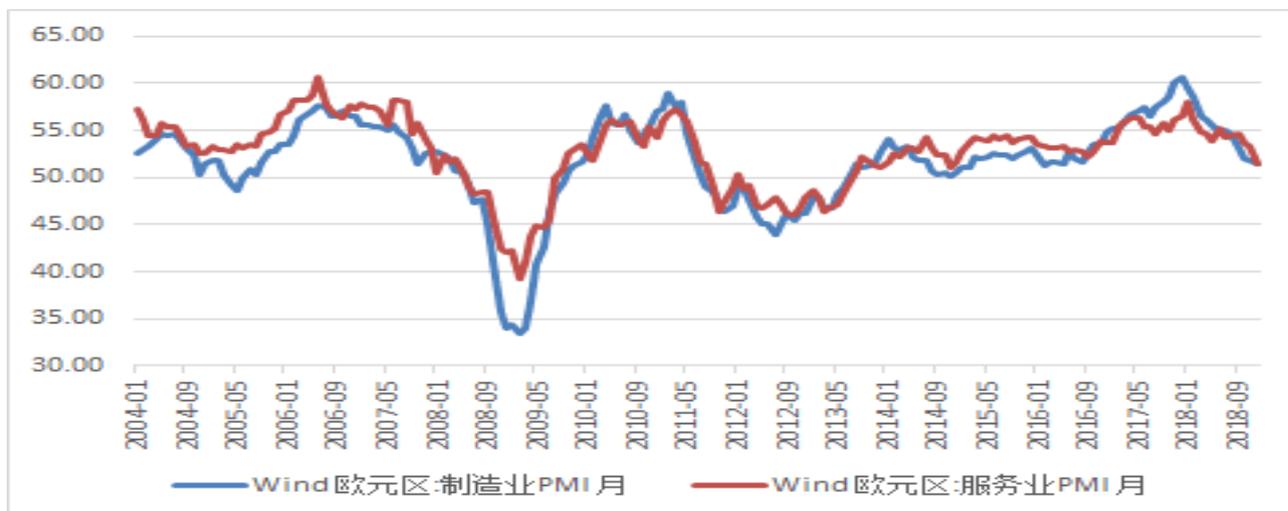


数据来源：Wind、国元期货

4.2 欧央行稳中有进

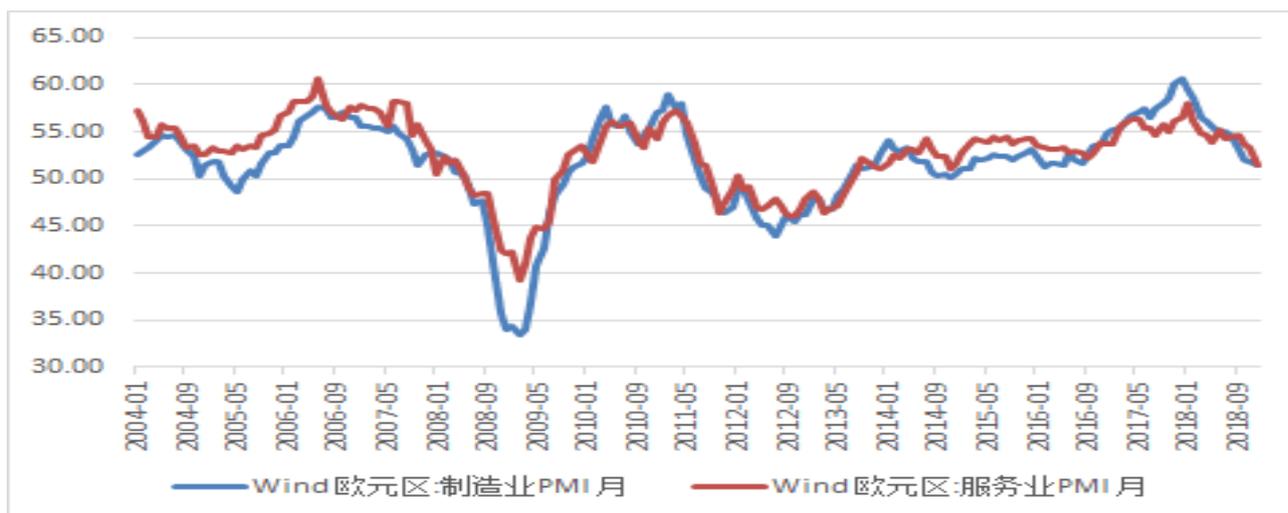
欧洲整体经济延续良性发展。欧洲政治不确定性风险。英国脱欧最终结果、欧盟议会选举、欧央行行长换届、意大利议会选举、德国政治不确定性加剧等都将牵动市场神经。英国与欧盟的谈判团队已在布鲁塞尔就脱欧草案内容达成共识，英国内阁已经通过并将提交议会审议。欧盟官员称，已在技术层面达成英国脱欧协议，并围绕政治宣言的大纲达成共识。若脱欧协议达成，结合英国即将实行宽松的财政政策，英国央行加息势在必行。对欧洲央行来说，由于加盟国众多经济差距颇大，通胀加速和经济增长放缓并存。到目前为止，欧央行唯一明确的就是结束宽松的时点，对于何时正式开启加息周期，似乎将交由下一任继任者来决定。目前呼声颇高继任者是德国央行行长，欧洲央行管委魏德曼是最可能的继任人选，是较为典型的欧央行内部鹰派代表，一旦成功当选有望加速货币转换速度，利好欧元。民粹政治势力迎来新一轮涨潮，并在欧盟议会选举中形成反对区域一体化的统一阵线，那对经济的前景及对金融资产的冲击可能比较大，预计将导致美元和黄金同涨的局面。

图表 16：欧元区 PMI



数据来源：Wind、国元期货

图表 17：欧元区核心 CPI（当月同比）



数据来源：Wind、国元期货

4.3 供需边际向好

4.3.1 储备与供应

根据机构统计预测，2018、2019 年全球矿产金增速 2.0%和-0.2%，供应增速呈放缓态势。再生金方面，如果价格维持在当前低位，供应可能受到压制而偏弱。需求端，2018 年全球需求下滑主要受 ETF 负面影响，但当前黄金 ETF 持仓出现企稳迹象，同时 CFTC 黄金非商业净多持仓则由负转正，反映市场情绪从极度悲观到日渐恢复，预计 2019 年金价供需边际向好发展。

图表 18：黄金季度供需平衡表（单位：吨）

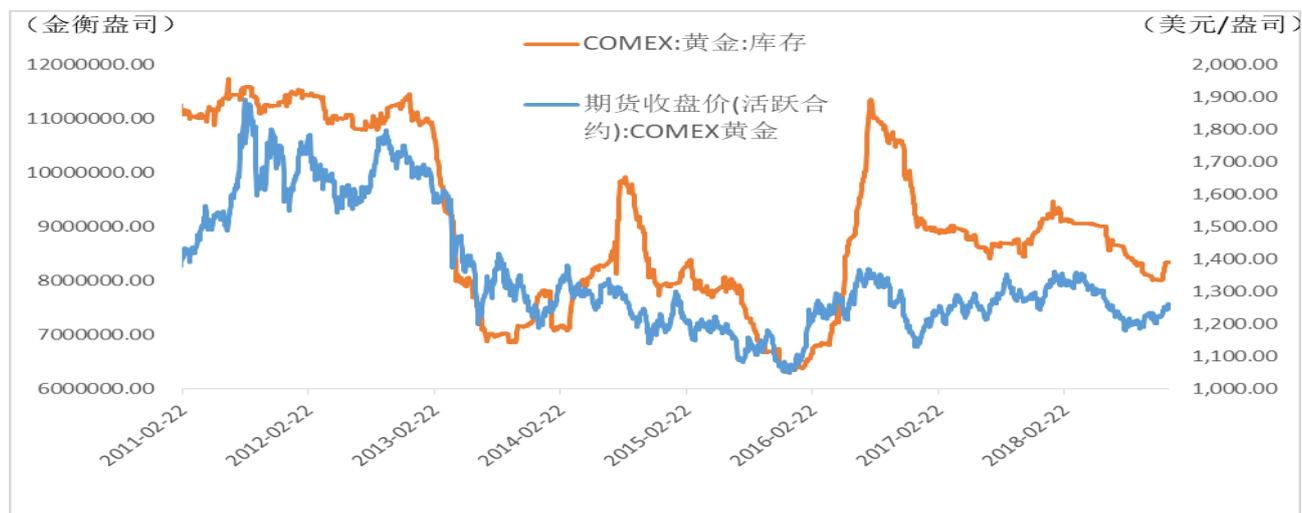
	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
供应						
矿产金	811.2	849.6	877.9	770	835.5	875.3
生产商净对冲	-8.2	8.5	-10.8	5.8	-10	-20
回收金	281.8	319.1	278.5	287.7	282.9	306.3
总供应	1084.8	1177.2	1145.6	1063.5	1120.2	1161.5
需求						
制造业						
珠宝首饰	514.6	515.2	607.4	496.3	510.3	535.7
工业制造业	81.5	84.3	88.5	82.1	83.3	85.3
金币金条总需求	248.7	233	258.9	254.9	247.6	298.1
ETF及类似产品	64.6	13.2	28.9	32.4	33.8	-103.2
央行及其他	96.4	121.8	73.6	116.5	89.4	148.4
黄金需求	1005.8	967.5	1057.3	982	964.4	964.3
盈余/赤字	78.9	209.7	88.3	81.5	155.8	197.2

数据来源：世界黄金协会、国元期货

4.3.2 库存

芝加哥商业交易所(CME)公布报告显示, 12月21日COMEX黄金库存8,338,597.27盎司,; COMEX白银库存2.936亿盎司。

图表 19: COMEX 黄金库存



数据来源：Wind、国元期货

图表 20：COMEX 白银库存

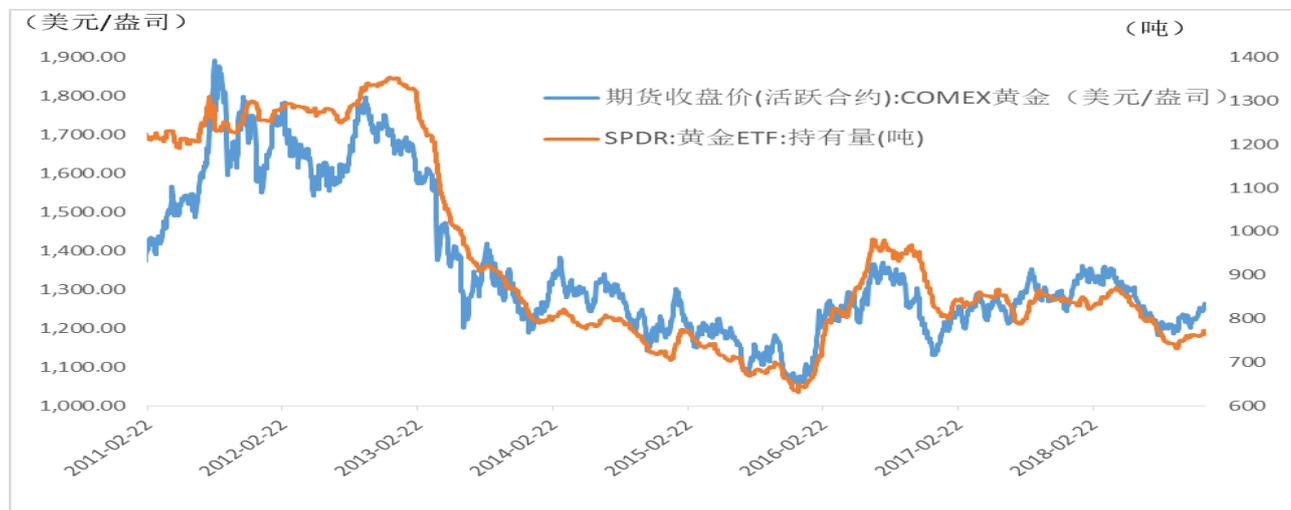


数据来源：Wind、国元期货

4.3.3ETF 基金持仓

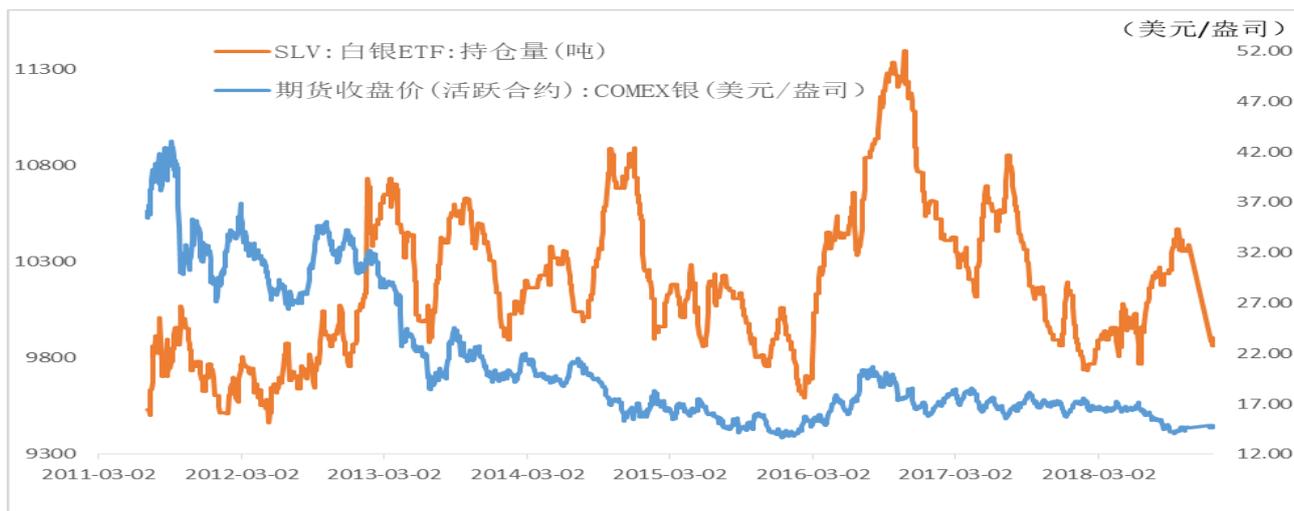
截止 12 月 21 日，黄金 ETF-SPDRGoldTrust 的持仓量为 772.67 吨；SLV 白银 ETF 持仓至 9864.15 吨。

图表 21：黄金基金持仓



数据来源：Wind、国元期货

图表 22：白银基金持仓

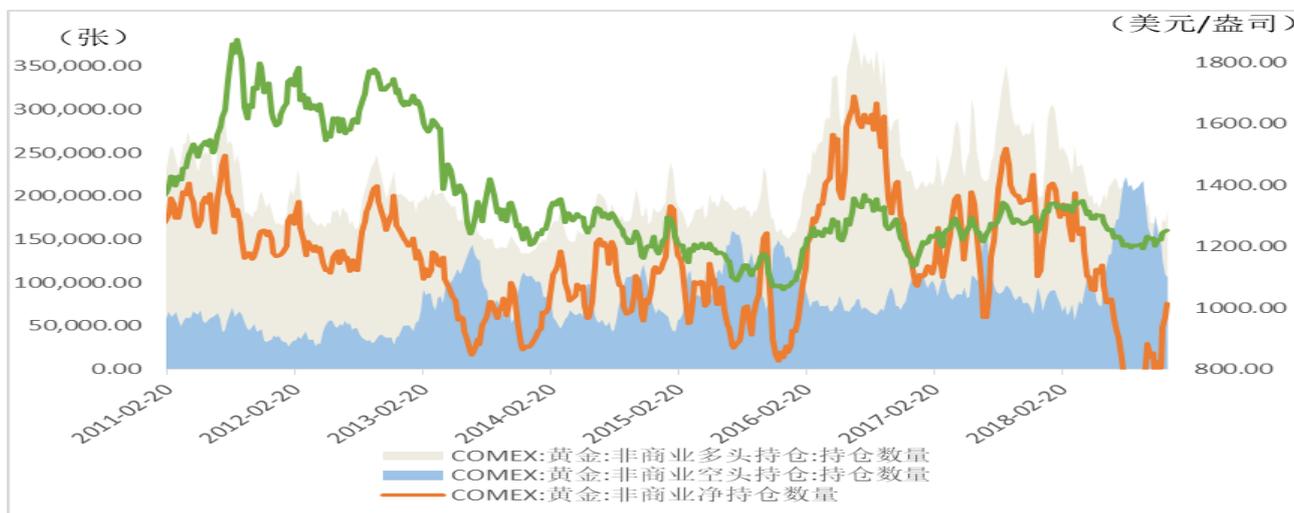


数据来源：Wind、国元期货

4.3.4 CFTC 净持仓

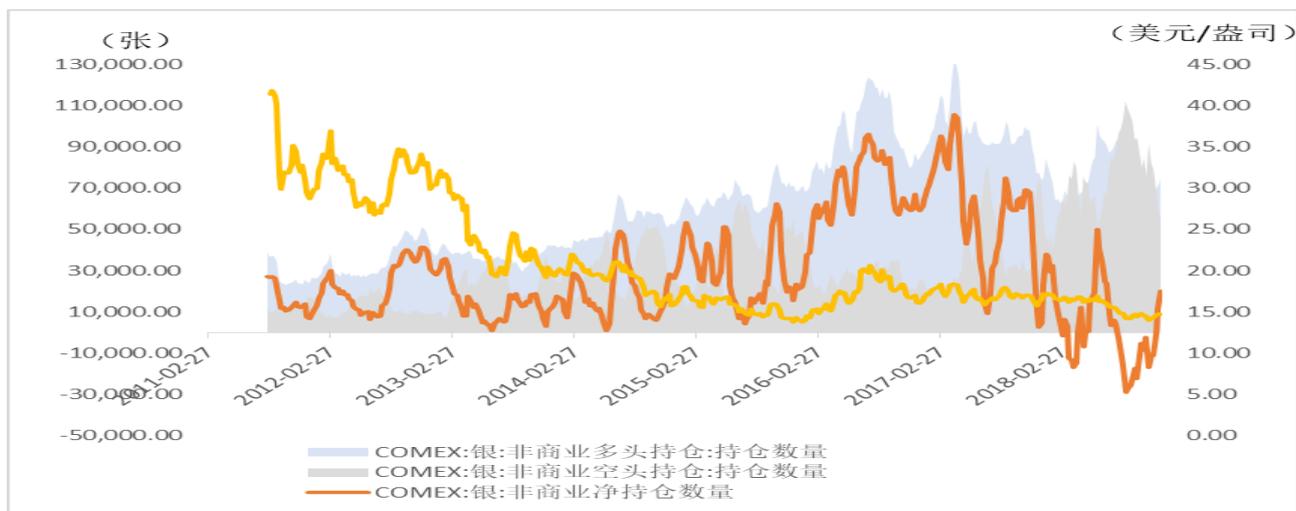
上周美国商品期货交易委员会（CFTC）发布的报告显示，非商业性多头持仓 182168 张，非商业性空头持仓 106208 张，非商业净持仓 75960 张；白银非商业多头 74023 张，非商业空头 54192 张，非商业净持仓 19831 张。

图表 23：黄金 CFTC 净持仓



数据来源：Wind、国元期货

图表 24：白银 CFTC 净持仓

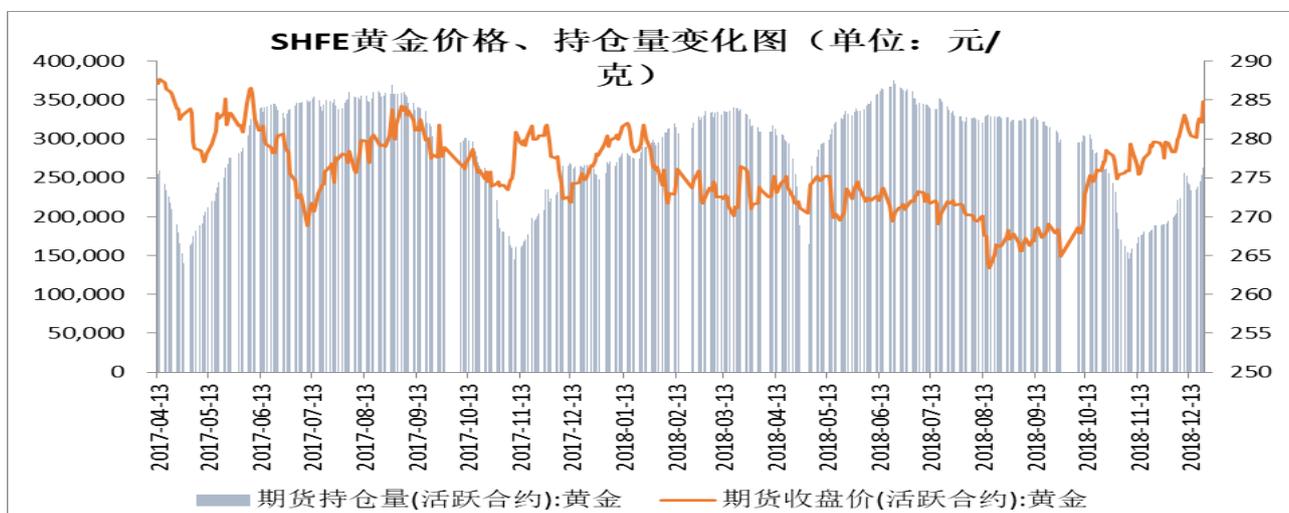


数据来源：Wind、国元期货

4.3.5 国内期货市场持仓

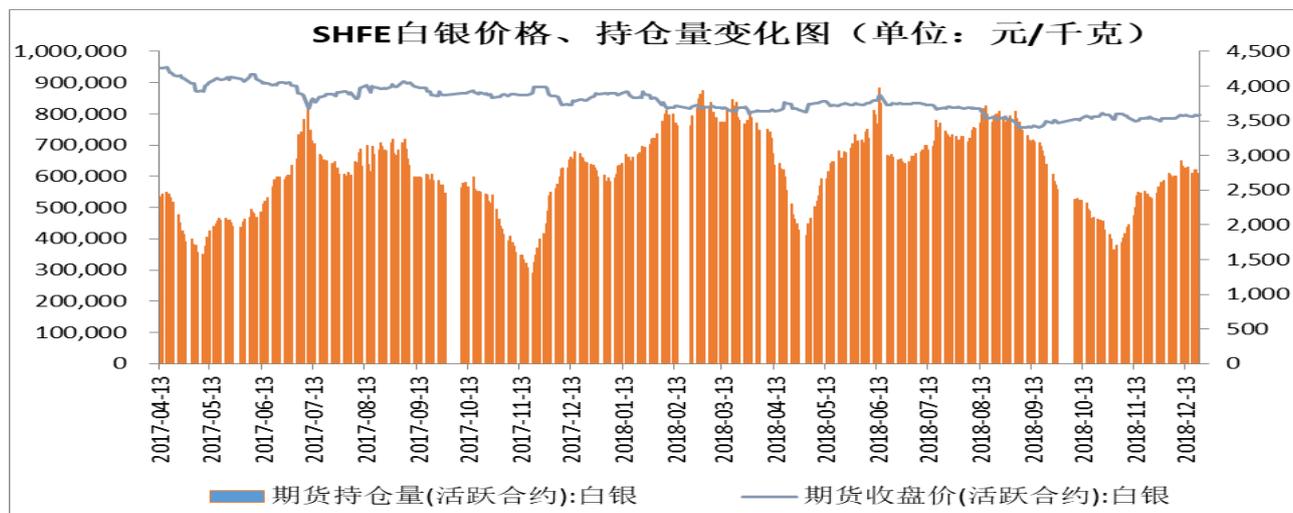
截止12月21日，国内黄金期货市场持仓为263,324手；国内白银期货市场持仓为607626手，显示资金在黄金品种上分歧进一步加剧。

图表 25：国内黄金持仓量



数据来源：博易大师、国元期货

图表 26：国内白银持仓量



数据来源：博易大师、国元期货

4.4 避险情绪抬头

中东区域冲突失控风险。美国、欧盟、俄罗斯围绕地缘安全的博弈，及沙特、伊朗、土耳其围绕地区领导权的博弈将进一步展开。假设各方利益矛盾加剧，中东乱局升级失控也不无可能，若失控预计将对全球经济金融形成猛烈冲击，显著提升油价及金融资产波动率。这无疑将阶段性提升黄金避险需求。

区域性政治热点仍有激化可能。美国指认伊朗在叙利亚、也门等地扶植什叶派势力，扰乱中东局势。伊朗则指认美国偏袒以色列，干涉地区事务。美国也于 8 月重启对伊朗金融、金属、矿产、汽车等一系列非能源领域制裁。并在 11 月 5 日重启对伊制裁的能源和航运。美国要求其他国家停止进口伊朗原油，否则予以金融惩罚。伊朗则威胁封锁霍尔木兹海峡。中东方面除了美伊热点，目前以色列与巴勒斯坦局势也在进一步激化。巴以冲突持续升级， Hamas 得到伊朗的支持。尽管在世纪协议问题上，沙特和埃及等国支持美国。但相比之下，阿拉伯世界依然是巴勒斯坦权力机构的支持者之一。为了强迫巴勒斯坦接受世纪协议，美国政府已经减少了对巴勒斯坦的援助，并关闭了巴勒斯坦权力机构在华盛顿的办事处。

中美贸易摩擦形势出现缓和，但最终结果仍取决于中美双方的实际行动。12 月 1 日阿根廷 G20 峰会上中美两国元首会晤达成一定协议：美方原先对 2000 亿美元中国商品加征的关税，2019 年 1 月 1 日后仍维持在 10%，而不提升至 25%；中美双方开设 90 天时间进行谈判，其后美方将根据双方谈判结果决定是否在 90 天后将 10% 税率提升至 25%；中国加大自美国农产品、能源进口等等。因此目前来看摩擦升级风险趋于减弱，但万一未来再次发生转折，其破坏力也会加大，因此应该持续关注。我们认为中美贸易摩擦对金价的影响是通过流动性传导，如果摩擦升级，美国可能保持偏紧的货币政策，推动美元持续上涨，

相反，如果贸易摩擦形势改善，美国倾向于放缓加息，使美元缓慢下行，全球流动性边际宽松将利多黄金。

特朗普政府贸易保护主义抬头，提升市场避险情绪。自 3 月初美国政府宣布对进口钢铝征收惩罚性关税以来，市场对于美国发动贸易战的恐慌情绪有所提升，担心全球性贸易战对美国经济造成损伤。

五、技术分析

5.1 美元指数保持强势冲击近期高点压力

图表 27：美元指数周图走势



数据来源：博易大师、国元期货

从技术上看，美元指数 2 月 16 日创出 88.251 低点后，下跌第 5 浪（5-5）结构已经走完，按预期反弹，目前认为对下跌反弹的大 A 浪下跌的反弹结构 B-c 浪形中，高点预期将在 99 一线。同时市场随时有调整可能，强势则对于反弹的 B 浪进行调整，技术目标则为 93 一线，如对大 A 浪匹配，则幅度进一步扩大。

5.2 黄金

图表 28：美黄金周图



数据来源：博易大师、国元期货

美黄金周线在8月16日创出年内低点1167.1后技术上B浪结束，目前运行在与A对应的反弹过程中，预期将以锯齿形形态展现，1180-1200将成为市场的强支撑区，目标1400上方。

图表 29：Au 指数周 K 线图



数据来源：博易大师、国元期货

国内黄金指数在创低点后第一轮反弹有5浪启动迹象，市场回调跳空缺口274一线形成支撑，MACD指标始终在0轴上方，如再次回踩不破或者上破近期高点，则市场迹象反弹的概率较大，目标预期前期跳空缺口330一线。

5.3 白银

图表 30: 美白银周线图



数据来源：博易大师、国元期货

从美白银周图表现弱于黄金，1400 形成市场的支撑，短期 1500 整数关口及均线承压，如上破此线则反弹空间打开。

图表 31: 白银指数周 K 线图



数据来源：国元期货、博易大师

国内白银长时间承压于下跌趋势线，如上破则反弹空间打开，最小目标 4000 一线，不排除有趋势线行情机会。

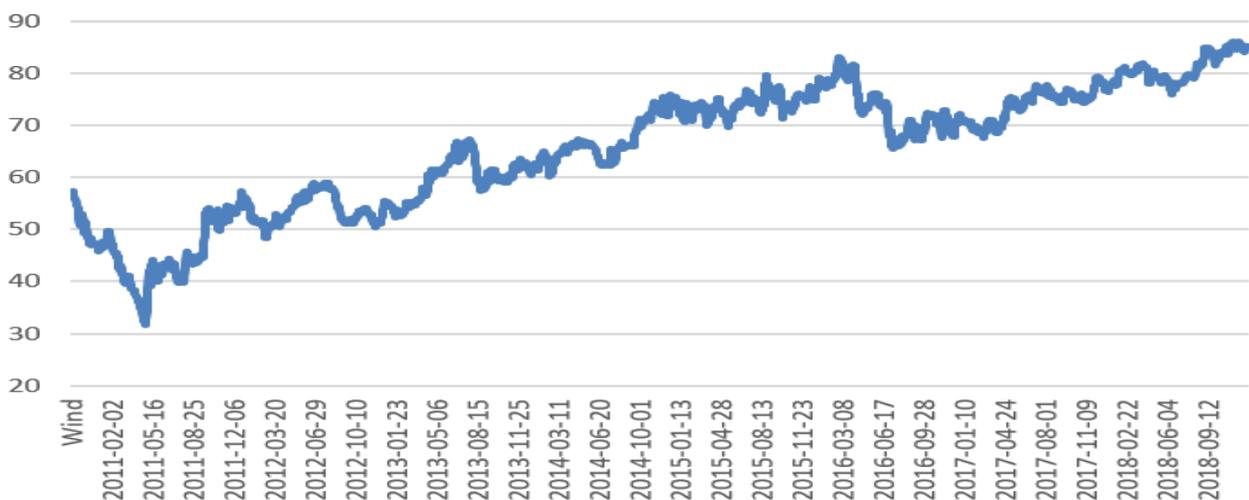
六、2019 年贵金属套利机会

6.1 金银比

所谓的金银比，是指一盎司的黄金与一盎司的白银价格之间的比率。整体而言，会呈现出以下规律，即经济处于衰退周期，白银的下跌比黄金来得迅速，反之，经济处于上升周期，白银的上升也会比黄金来得快。

根据统计数据显示，最近这两百多年，金银比一直相对稳定在 1: 33 左右，不过从 1978 年到 2008 年，这一比率扩大到 1: 60。一般认为 40-70 的金银价比是合理区间，超过 80 就代表银价被严重低估，可以适当选择买入，低于 30 则认为是银价处于超买状态，空头可以适当介入。最近几年一直在 1: 60-80 之间，目前突破 1:85，值得关注。

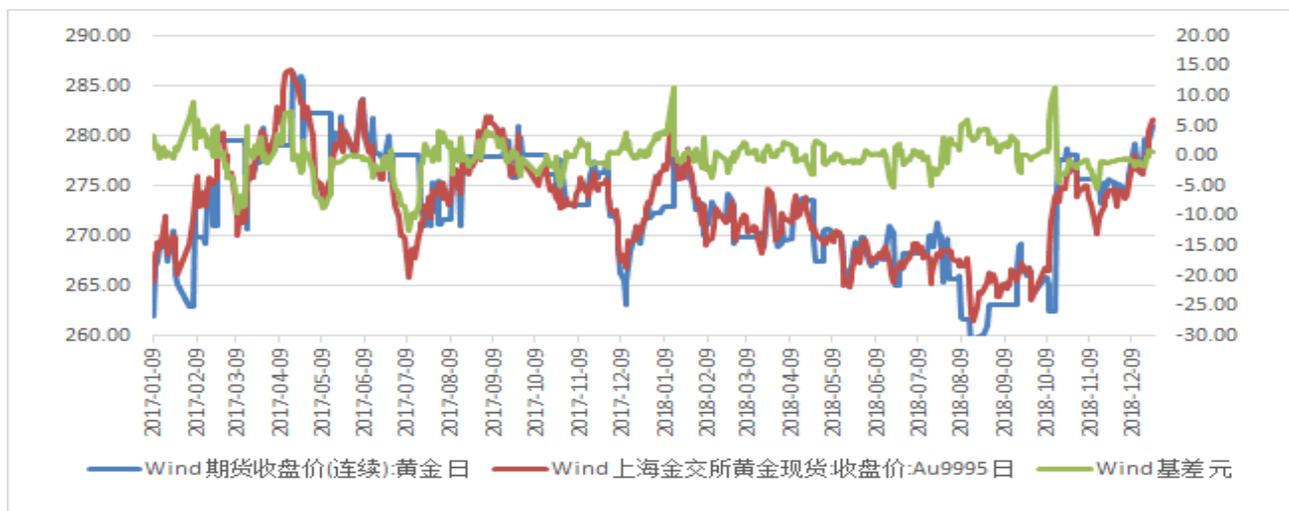
图表 32：金银比价



数据来源：Wind、国元期货

6.2 黄金期现基差

图表 33：黄金期现基差



数据来源: Wind、国元期货

6.3 白银期现基差

图表 34 : 白银期现结构



数据来源: Wind、国元期货

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，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。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街46号天恒大厦B座21层

电话：010-84555000 传真：010-84555009

合肥分公司

地址：合肥市金寨路329号国轩凯旋大厦4层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115908

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路1号2204室之01室（即磐基商务楼2501室）

电话：0592-5312522

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路37号（世基大厦12层西侧）

电话：0475-6380818 传真：0475-6380827

大连营业部

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号国际金融中心A座期货大厦2407、2406B。

电话：0411-84807840 传真：0411-84807340-803

青岛营业部

地址：青岛市崂山区香港东路195号9号楼9层901室

电话0532--66728681, 传真0532-66728658

郑州营业部

地址：郑州市未来路与纬四路交叉口未来大厦1410室

电话：0371-53386809/53386892

上海营业部

地址：上海浦东新区松林路300号期货大厦2002室

电话：021-68401608 传真：021-68400856

合肥营业部

地址：合肥市金寨路329号国轩凯旋大厦4层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115888 传真：0551-68115897

北京业务总部

地址：北京东城区东直门外大街46号天恒大厦B座9层

电话：010-84555028 010-84555123

合肥金寨路营业部

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路91号立基大厦A座六楼

电话：0551-62895501 传真：0551-63626903

西安营业部

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段64号凯德广场西塔6层06室

电话：029-88604088

重庆营业部

地址：重庆市江北区观音桥步行街2号融恒盈嘉时代广场14-6

电话：023-67107988

厦门营业部

地址：厦门市思明区莲岳路1号1604室08室

电话：0592-5312922、5312906

深圳营业部

地址：深圳市福田区百花二路48号二楼

电话：0755-36934588

唐山营业部

地址：河北省唐山市路北区北新西道24号中环商务20层2003-2005室

电话：0315-5105115

龙岩营业部

地址：厦门市思明区莲岳路1号磐基商务楼2501单元

电话：0597-2529256 传真：0592-5312958

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路1785号双城国际大厦4号楼22层

电话：0571-87686300