

## 美指上行空间有限，贵金属欲企稳回升

### 核心要点

- 1) 中美贸易战方面，中国提议将对美国商品的年进口额合计提高逾 1 万亿美元，以寻求到 2024 年将中国对美国的贸易顺差从去年的 3,230 亿美元减少到零，贸易摩擦缓解有利于全球经济发展，在此背景下，我们认为谈判举行之前是风险偏好占主导，投资者的避险需求有所降温；
- 2) 加息方面，渐渐鸽派的美联储叠加慢慢消退的企业乐观情绪，表明本轮加息周期接近尾声，加息频率会逐渐减少，名义利率上行步伐放缓，贵金属上方压力减弱；
- 3) 美债方面，之前我们提及的 22 万亿债务，事实上这个数额还并不包括部分美国联邦公共债务以及地方债务，据估算此部分债务金额高达 12.4 万亿，这也就意味着美国实际债务早已超过 30 万亿美元，如此庞大的数字，一旦爆发将直接影响美元类资产，到了那个拐点就是美债危机，美元类资产在市场上将会被抛售，同时也意味着全球信用货币危机的爆发，极大地利好贵金属；
- 4) 美股方面，鸽派的美联储叠加中美贸易向好发展的态势，极大地提振了市场信心，道琼斯指数在过去的一段时间里，迎来了 11 连阳，VIX 指数不断回落至 17.8，避险情绪降温，风险偏好上升；
- 5) 白宫方面，愈演愈烈的两党之争，令此次政府跨年停摆成为美国有史以来最久的一次，依此形势发展下去，势必会影响美国经济发展，施压美元，利好贵金属；
- 6) 欧洲方面，上周脱欧协议如预期被否，但与我们预期不同的是，英镑短线急挫随后便收复大部分跌幅，表明市场对协议被否已提前 price in。欧洲的乱局势必会影响经济发展，在此背景下，各自的汇率因缺乏支撑呈现疲弱，美元指数相对走强，贵金属承压；
- 7) 美国插手俄乌冲突、台湾在“去中国化”以及“渐进台独”的道路上渐行渐远、美伊外交局势紧张、叙以冲突以及日俄领土争端，这些地缘政治风险一旦升温，贵金属都将得到避险需求的提振；
- 8) 实物消费方面，随着新年消费旺季的临近，给予贵金属以支撑，加息后的美元指数上行动能有所减弱，但目前仍有非美货币疲弱给予弱支撑，贵金属上方承压减弱。

### 操作建议

先来说说外盘，美元指数近期自 95 关口反弹站上 96，但仍处长期压力线之下，上行空间有限；贵金属自从 1 月初见顶以来始终处在调整状态中，中线上升趋势仍然得以保持。从国内白银角度看在突破长期压力线之后，再次回踩该趋势线考验其支撑。

具体操作上，可分别关注国内黄金 283、白银 3650 附近试多机会。

### 风险因素

美国经济增长超预期-----支撑美元，施压贵金属

美联储加息超预期-----增加贵金属的持有成本，降低贵金属需求

英国无协议脱欧-----施压欧系货币，美元指数得以支撑，施压贵金属

## 行情速览

		本周	上周	涨跌幅	持仓量(万)	持仓变化
期现价格	COMEX 金	1281.3	1287.9	-0.51%	23.43	-3.07
	COMEX 银	15.360	15.640	-1.79%	14.46	0.05
	SHFE 金 1906	285.05	284.95	0.04%	31.00	3.10
	SHFE 银 1906	3711	3732	-0.56%	75.50	0.50
	伦敦金	1281.36	1287.22	-0.46%	-	-
	伦敦银	15.307	15.569	-1.68%	-	-
	黄金 T+D	283.07	282.82	0.09%	23.77	2.25
	白银 T+D	3695	3706	-0.30%	1115.63	84.93
库存	COMEX 金	8405974.99	8426154.79	-0.24%	-	-
	COMEX 银	295403459.18	293110472.42	0.78%	-	-
	SHFE 金	2460	2460	-	-	-
	SHFE 银	1181430	1189648	-0.69%	-	-
ETF 持仓	SPDR 金	26034556.49	25647044.05	1.51%	-	-
	iShares 金	9275004.09	9198366.33	0.83%	-	-
	SLV 银	307110874.9	313632731.6	-2.08%	-	-
	PSLV 银	55938726	55938280	-	-	-
金银比价	COMEX	83.276	82.262	1.23%	-	-
	SHFE	0.077	0.076	1.32%	-	-
	伦敦现货	83.01	82.20	0.99%	-	-
	上海现货	76.61	76.31	0.39%	-	-
基差	国内黄金（活跃）	-1.98	-2.13	-	-	-
	国内白银（活跃）	-16	-26	-	-	-
价差	国内黄金	2.30	-0.70	-	-	-
	国内白银	26	238	-	-	-
宏观环境	美元指数	96.351	95.669	0.71%	-	-
	美债三月(%)	2.41	2.43	-0.82%	-	-
	美债十年(%)	2.79	2.71	2.95%	-	-
	VIX 指数	17.80	18.19	-2.14%	-	-
	欧元兑美元	1.1364	1.1470	-0.92%	-	-
	美元兑人民币	6.7795	6.7666	0.19%	-	-
相关股票	中金黄金	8.24	8.39	-1.79%	-	-
	山东黄金	29.52	30.45	-3.05%	-	-
	紫金矿业	3.03	3.05	-0.66%	-	-
	招金矿业	7.52	7.76	-3.09%	-	-

## 机构观点

### 世界黄金协会

日前发布了今年全球经济趋势及其对黄金市场影响的展望，报告显示，2019年市场风险和经济增长的相互作用将推高黄金需求。未来，将有三大因素影响2019年金价走势，即金融市场不稳定性、货币政策与美元汇率走向、经济结构改革。长期而言，新兴市场中产阶级的发展、黄金作为避险资产的作用和黄金在科技应用中不断扩大的用途将为金价提供支撑。此外，央行继续买入黄金，使其外汇储备多元化，并对冲法币风险，尤其是由于新兴市场央行往往持有大量美国国债。2018年的央行黄金需求达到2015年以来的最高水平，因为有更多国家为了多元化和安全起见，在外汇储备中增持黄金。

### 德国商业银行

在周二（1月15日）发布的报告中表示，英国议会在周二早些时候投票表决之后，英国的黄金需求正在回升，预计将导致总理特蕾莎梅的英国脱欧协议失败。大多数人预计会拒绝这笔交易，这应该有利于黄金作为避风港的需求。由于投票，英国皇家造币厂预计1月份对金币的需求量很大，例如，报告称自今年年初以来硬币销售额同比增长73%。在12月投票推迟后的一天，销售明显飙升。

### 富国银行

如果金价突破目标1350美元/盎司，我们可能对金价转为看跌。金价上涨是一场冲刺，而非马拉松，投资者应该抑制急于追随黄金潮流的冲动。黄金现在正好位于我们2019年年底1250-1350美元/盎司目标区间的中间，目前金价的涨势在短期内还有一些生命力，但预计年底将位于目前水平附近。通常情况下，在股市大跌后，金价会跟随股市反弹几个月，大概是因为对再次崩盘的担忧需要时间来消退。其他可能拖累当前涨势的因素包括美元走软和大宗商品价格上涨。

### 道明证券

在周三（1月16日）发布的报告中表示，近期股市上涨可能会抑制黄金的资产配置热情，至少目前如此。黄金“在很大程度上反对风险资产的广泛复苏”，但标准普尔500指数最近收盘价突破2600点，这意味着对股市的技术面不那么悲观。这可能会让黄金多元化的配置需求短期内得到缓解。我们继续预期黄金价格必须等待催化剂才有意义地突破1300美元/盎司区域。

### FXSTREET

在周四（1月17日）发布的报告中表示，由于美元下行停滞，金价自2018年4月中旬以来持稳在斐波那契回撤位74.6%之上方的阻力位。此刻，各国央行无法与美联储抗衡，美元受益于避险买盘，而黄金没有得到青睐。虽然有消息称中国将实施刺激措施以支持中国经济，市场乐观情绪可能有所改善，但央行仍无法与美联储相提并论，这使得美元处于优势之中。此时关于黄金中性前景的论据得到了支撑，使得心理上的重要关口1300美元/盎司难以捉摸。只要乐观情绪继续升高，我们应该会继续看到股市的持续强势，这会削弱黄金的重要性，因为投资者寻求其他资金的回报。另一方面，政治不确定性应该有助于巩固对避险货币的需求。投资者仍担心美国部分政府关闭进入第27天将对第一季度的经济增长产生更持久的影响，还有围绕英国脱欧的不确定因素也是担忧之一。由于现货黄金价格高于1291的关键点和61.8%的斐波那契水平1287，技术面仍然喜忧参半。我们的日均移动均线为负，而RSI低于70仍有空间，直至达到2017年和2018年的前期高位。不利的是，2018年50%斐波那契水平1262是一个关键目标，成为主要支撑。目前1278水平将成为空头的关键初始目标。

## 宏观因素

### 1. 中国

👉**要闻：**2018年我国外贸进出口总值30.51万亿元人民币，比2017年增长9.7%，其中出口16.42万亿元，增长7.1%，进口14.09万亿元，增长12.9%，贸易顺差2.33万亿元，收窄18.3%；2018年汽车销量28年来首次年度下跌；12月新增人民币贷款1.08万亿元，M2同比增长8.1%，12月社会融资规模增量1.59万亿元；12月70大中城市中有59城新建商品住宅价格环比上涨，11月为63城。

👉**观点：**1) 上周美国国防部发表《中国全球扩张对美防务影响评估报告》，美国防情报局发表《中国军力：建设战之能胜的现代化武装》，这两份报告中都充满了冷战思维以及零和博弈，对我国的国防建设以及战略意图不断臆想与猜测。不仅如此，为了遏制我国5G的发展，不断怂恿其友国拒绝与华为合作，还试图将华为与T-Mobile之间的民事纠纷上升为刑事案件，中美博弈正在不断上演。尽管如此，但目前中美贸易谈判的进展仍偏暖，中国提议将对美国商品的年进口额合计提高逾1万亿美元，以寻求到2024年将中国对美国的贸易顺差从去年的3,230亿美元减少到零，商务部表示应美方邀请刘鹤于1月30日至1月31日访美。中美贸易摩擦缓解有利于全球经济发展，在此背景下，我们认为谈判举行之前是风险偏好占主导，投资者的避险需求有所降温；

2) 上周央行的政策调节可以说是相当频繁，1月15日迎来了今年的第一次降准，下降0.5个百分点释放了流动性7500亿。除此之外，央行通过公开市场操作向市场注入1.16万亿，创周度历史新高，其中仅1月16日通过逆回购操作便注资5700亿。超出往年同时期的资金投放，表明当前经济下行压力较大，央行通过向市场投放充足的流动性以缓解资金压力，确保春节后劳动力就业的稳定，政府稳经济的决心较足，市场风险偏好渐渐回升，避险情绪不断得以释放，贵金属短期失去避险支撑震荡下行。

### 2. 美国

👉**要闻：**1月纽约联储制造业指数3.9，预期10，前值10.9；12月PPI环比降0.2%，预期降0.1%，前值增0.1%；12月进口价格指数环比降1%，好于预期；1月NAHB房产市场指数58，预期56，前值56；1月12日当周首次申请失业救济人数21.3万人，为连续第五周减少，预期22万人，前值21.6万人；1月费城联储制造业指数17，预期9.5，前值9.4修正为9.1；12月工业产出环比0.3%，预期0.2%；1月密歇根大学消费者信心指数初值90.7，预期96.8，前值98.3。

👉**观点：**1) 通胀方面，原油作为其主要推动力，上周虽然震荡上行但仍处于相对低位，短期内通胀水平较低，因此基于通胀担忧而诱发的保值需求不会被快速激发；

2) 加息方面，继美联储的大鹰派Esther George上周二突然转鸽后，芝加哥联储主席Charles Evans表示美国经济状况良好，就业报告显示就业强势，但美国在加息上可以轻松的保持耐心。同时，2019年加息两次的预期完全合情合理，但也可能少于两次。1月16日发布的美联储经济褐皮书显示，在去年11月底至1月初，美国大多数地区的经济温和扩张，但同时褐皮书也表达了对未来数月美国经济的担忧。在美联储12个联邦储备区中有多个地区报告称，由于金融市场波动加剧、短期利率上升，能源价格下跌以及贸易和政治不确定性增加，企业乐观情绪正在减退。渐渐鸽派的美联储叠加慢慢消退的企业乐观情绪，表明本轮加息周期接近尾声，加息的频率会逐渐减少，名义利率上行步伐放缓，贵金属上方压力减弱；

3) 美债方面，继3年和5年期美债收益率出现倒挂后，六个季度和3个月美债也出现了倒挂，不仅如此，还有就是2018年美债的销售状况不佳，之前我们提及的22万亿债务，事实上这个数额还并不包括部分美国联邦公共债务以及地方债务，据估算此部分债务金额高达12.4万亿，这也就意味着美国实际债务早已超过30万亿美元，如此庞大的数字，一旦爆发将直接影响美元类资产，到了那个拐点就是美债危机，美元类资产在市场上将会被抛售，同时也意味着全球信用货币危机的爆发，极大地利好贵金属；

4) 美股方面，鸽派的美联储叠加中美贸易向好发展的态势，极大地提振了市场信心，道琼斯指数在过去的一段时间里，迎来了11连阳，VIX指数不断回落至17.8，避险情绪降温，风险偏好上升；

5) 军事方面，15日俄美在日内瓦就《中导条约》举行磋商，但双方未能谈妥，美国表示将

从2月2日起着手退出《中导条约》，过程为期6个月。17日美国政府提出的新的《导弹防御评估报告》，企图重启里根时代的“星球大战计划”，此举将引发大规模的以核导弹为基础的军备竞赛，世界或因此陷于崩溃边缘。除此之外，之前处于对峙状态的俄罗斯与乌克兰，上周因美军舰驶入黑海也发生了些许变化，关注此事态的进一步发展；

6) 白宫方面，因边境墙问题特朗普与佩洛西仍处于对峙状态，以800,000美国人未收到薪酬以及确保必要时总统工作团队能够提供协助为由，特朗普取消其代表团前往达沃斯世界经济论坛的行程。作为报复，佩洛西以关门为由推迟特朗普国情咨文演讲，特朗普紧随其后便取消了佩洛西带领国会代表准备出访阿富汗等国的行程。此外，1月19日特朗普针对南部边境和政府停摆问题发布“重大公告”，公告中提议包括提供57亿美元、覆盖230英里边境线的边境钢铁栅栏融资，提供三年DACA法律救济，保护持有TPS的移民等等，但随后佩洛西等民主党高层表示要否决。愈演愈烈的两党之争，令此次政府跨年停摆成为美国有史以来最久的一次，依此形势发展下去，势必会影响美国经济发展，施压美元，利好贵金属。在边境墙问题困扰持续之下，特朗普“通俄门”事件也在不断发酵，美国媒体曝出能证明特朗普指使科恩向国会撒谎的内部邮件、短信以及文件，CNN对此评论道，如果这是事实，将不可逆转地改变特朗普的总统任期，此事态发展有待进一步观察。

### 3.欧元区、日本、英国

👁️**要闻：**欧元区---11月工业产出环比降1.7%，预期降1.5%，前值增0.2%修正为增0.1%；12月调和CPI环比0%，预期0%，前值降0.2%；11月季调后经常帐顺差203亿欧元，前值顺差230亿欧元修正为顺差268亿欧元；日本---12月货币存量M2同比2.4%，预期2.4%，前值2.3%，M3同比2.1%，预期2.1%，前值2.1%；12月CPI同比0.3%，预期0.3%，前值0.8%；英国---12月未季调输入PPI同比升3.7%，预期升3.7%，前值升5.6%；12月CPI同比升2.1%，创2017年1月以来最低增速；12月零售销售环比降0.9%，创2017年5月以来最大降幅。

👁️**观点：**1) 英国脱欧方面，如市场预期，上周脱欧协议以432-202票被议会惨拒，投票结果公布后，英国反对党工党领导人科尔宾向议会下院提起对政府的不信任动议，特蕾莎·梅最终以19票的微弱优势保住了相位。根据议会下院决定，今天(1月21日)首相需提交新“脱欧”方案，并经议会表决。上周脱欧协议如预期被否，但与我们预期不同的是，英镑短线急挫随后便收复大部分跌幅，表明市场对脱欧被否已提前price in，目前认为脱欧更大概率还是延期解决，在最终不利结果未出现前英镑应都不会出现断崖式下跌；

2) 马克龙政府在15日开始了为期2个月的全国辩论，但抗议者并不买账，“黄背心”运动进入第10周，较上周六人数持平。欧洲的乱局势必会影响经济发展，在此影响下，各自的汇率因缺乏支撑呈现疲弱，美元指数相对走强，贵金属承压。

### 技术分析



美元指数：中期转跌；短线转跌。



美黄金：中线上涨；短线震荡。



美白银：中线上涨；短线震荡。（左：周线；右：日线）



黄金：中线上涨；短线震荡。



白银：中线上涨；短线震荡。

# 数据图表

## 1 供需

图 1 全球黄金供需平衡

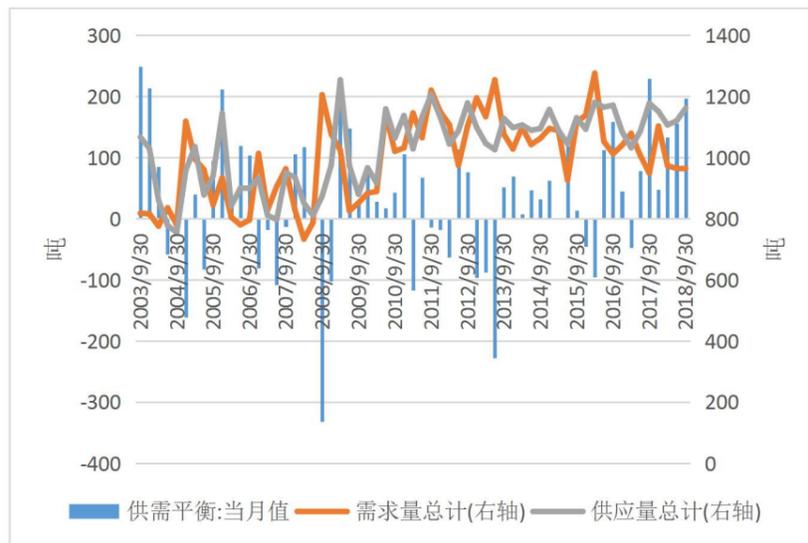
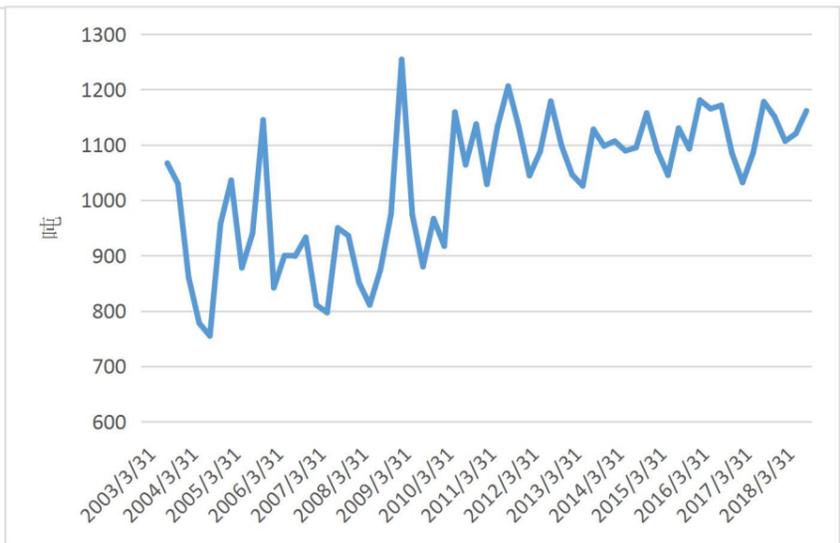


图 2 黄金供应量



数据来源：Wind 一德期货黄金研究小组

图 3 黄金需求量

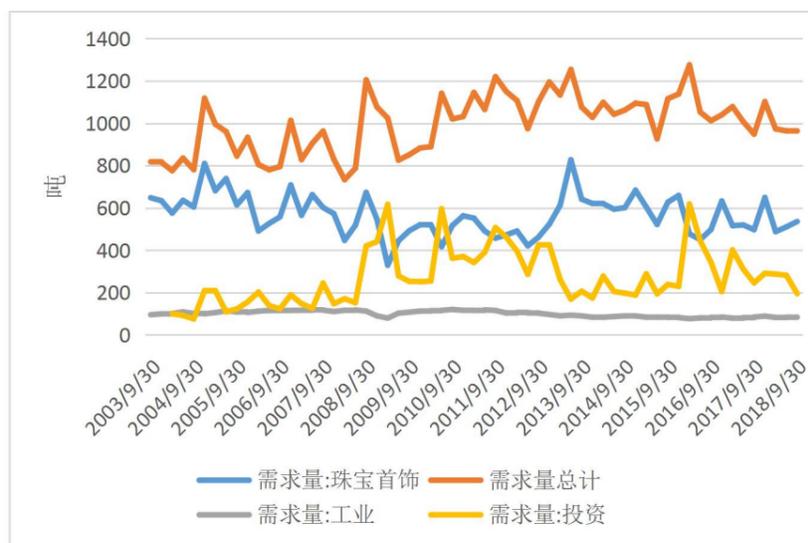
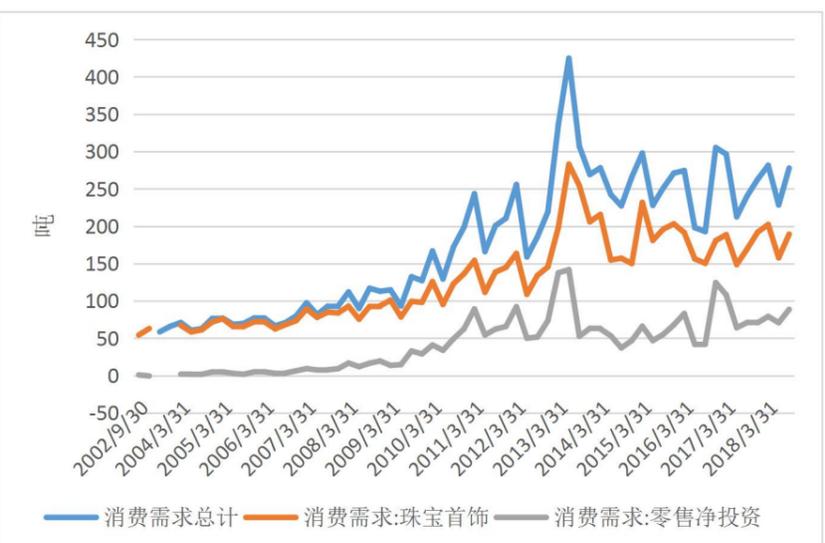


图 4 大中华区黄金需求



数据来源：Wind 一德期货黄金研究小组

图 5 印度黄金需求量

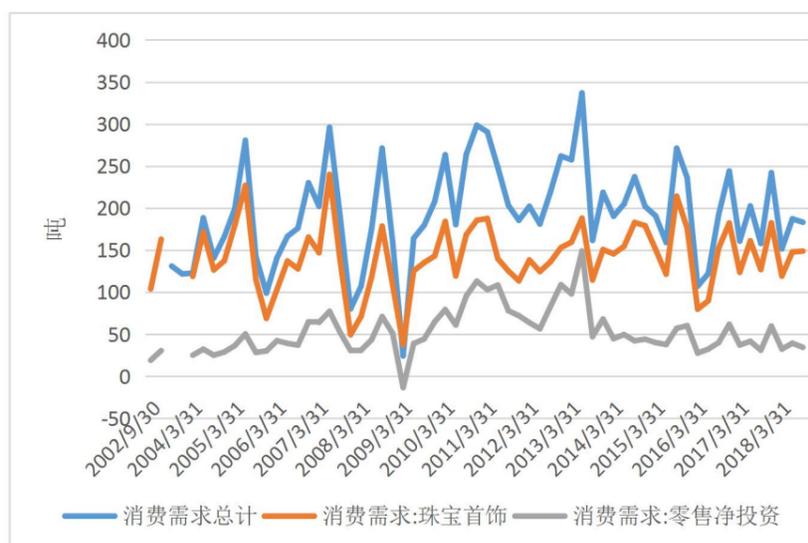
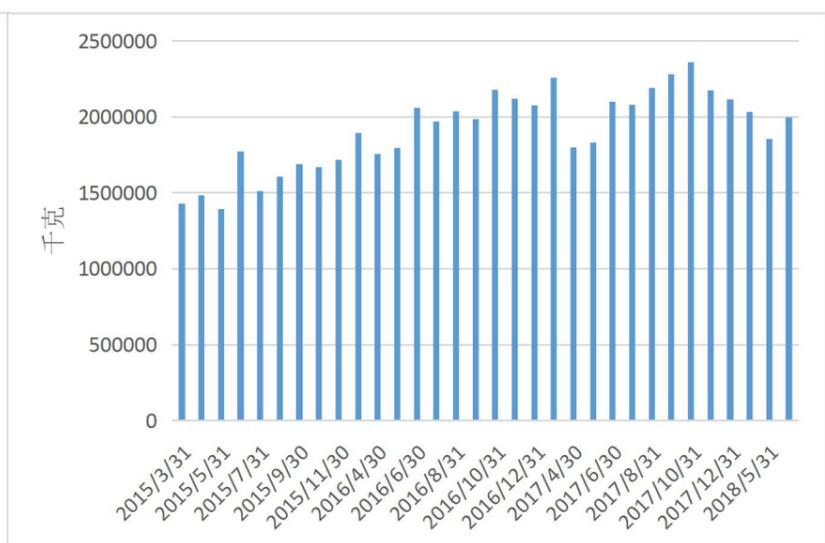


图 6 白银产量当月值



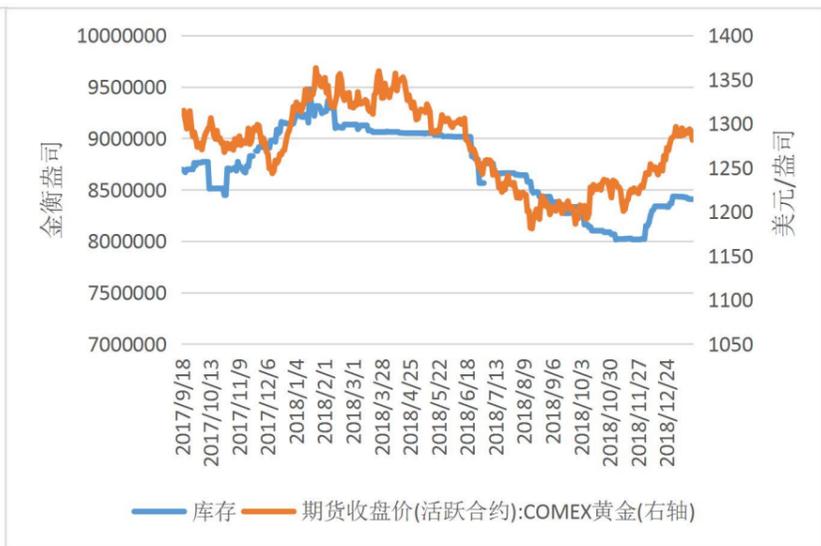
数据来源：Wind 一德期货黄金研究小组

## 2 库存与持仓

图 7 SHFE 黄金库存



图 8 COMEX 黄金库存



数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

图 9 SHFE 白银库存

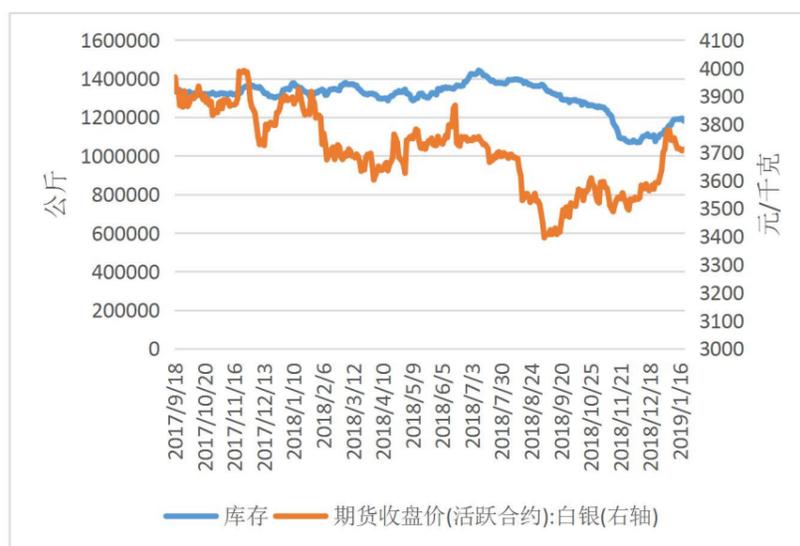
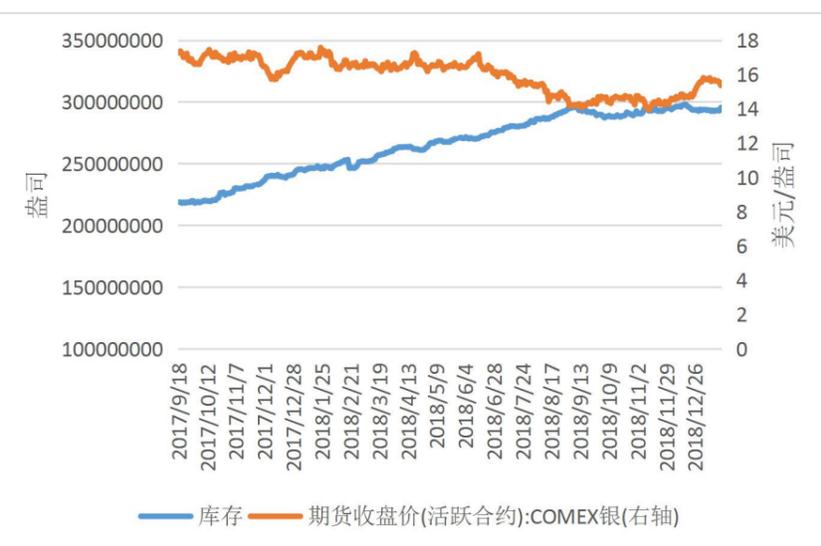


图 10 COMEX 白银库存



数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

图 11 COMEX 黄金非商业多空持仓

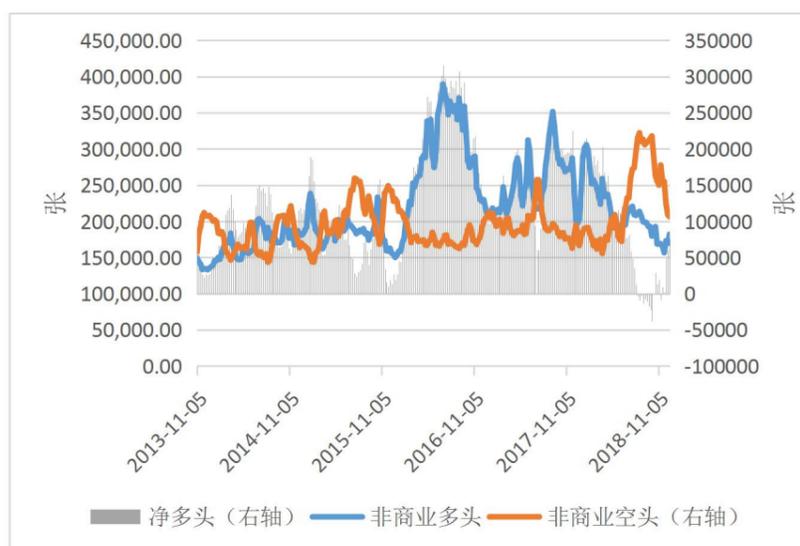
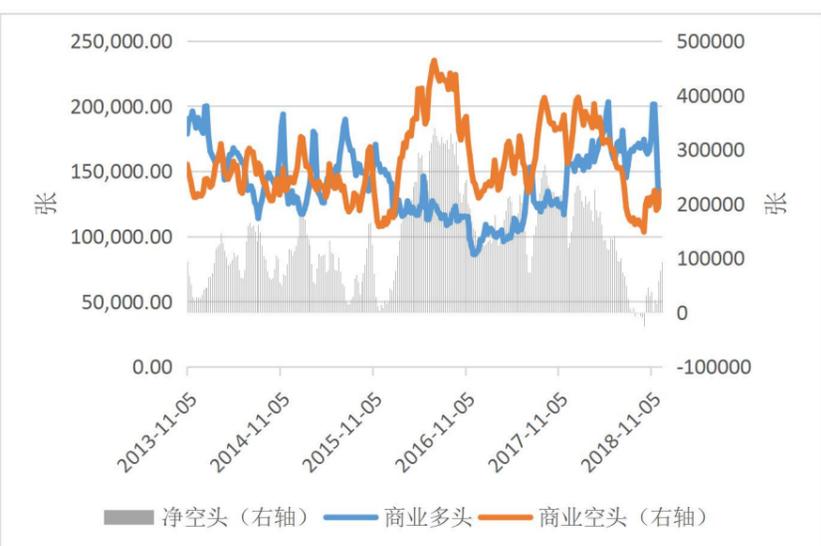


图 12 COMEX 黄金商业多空持仓



数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

图 13 COMEX 白银非商业多空持仓

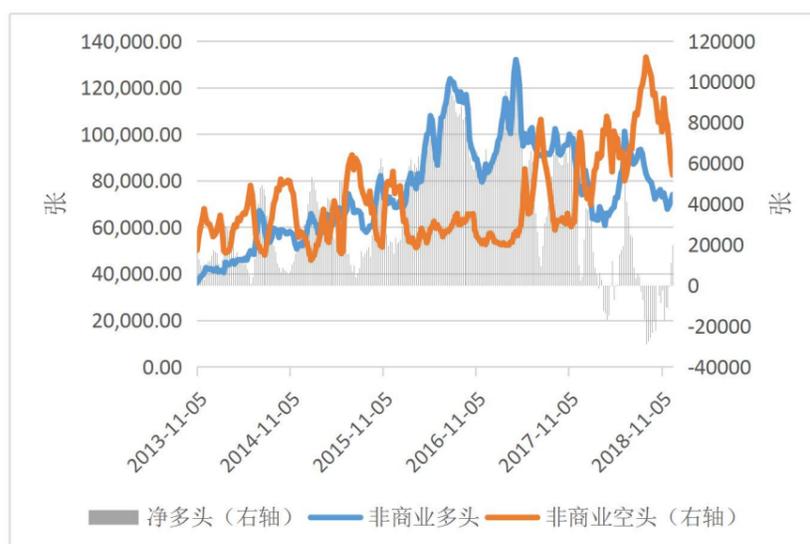
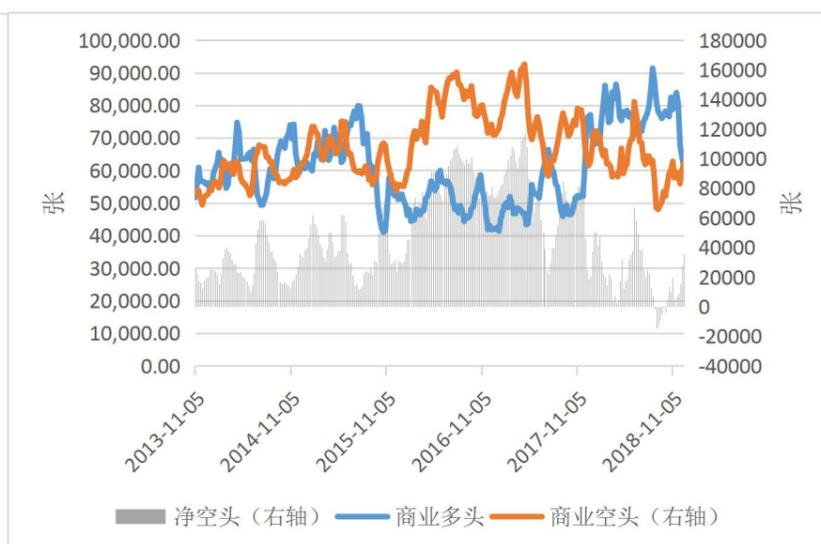


图 14 COMEX 白银商业多空持仓



数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

图 15 SPDR 持有量

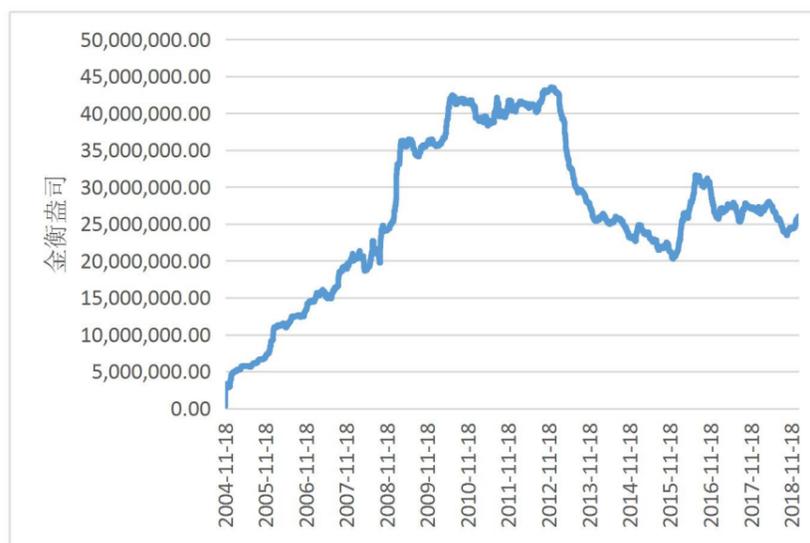
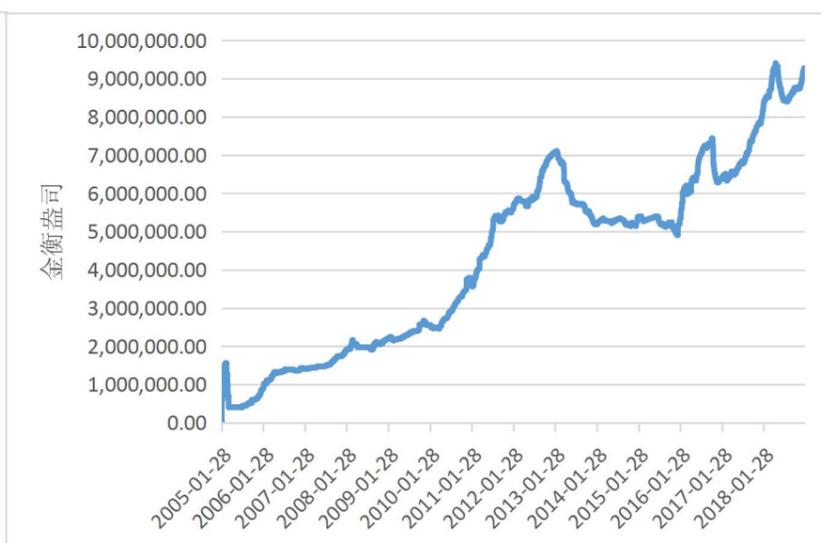


图 16 iShares 持有量



数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

图 17 SLV 持有量

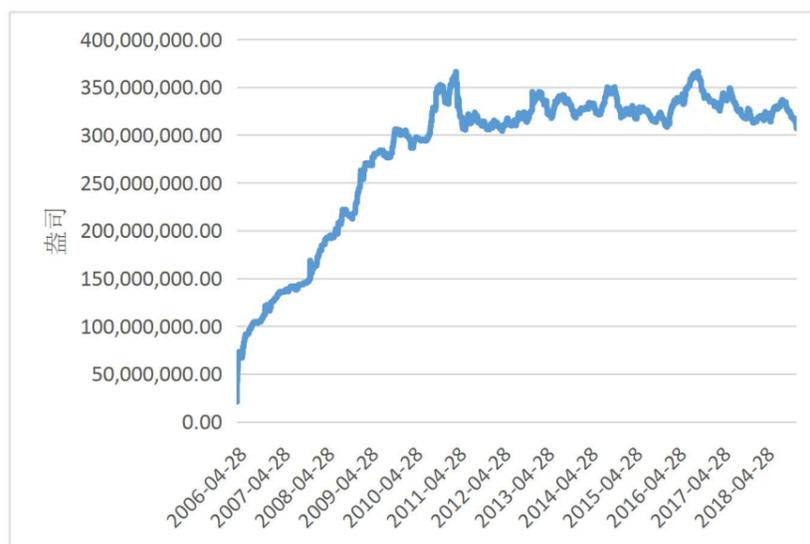
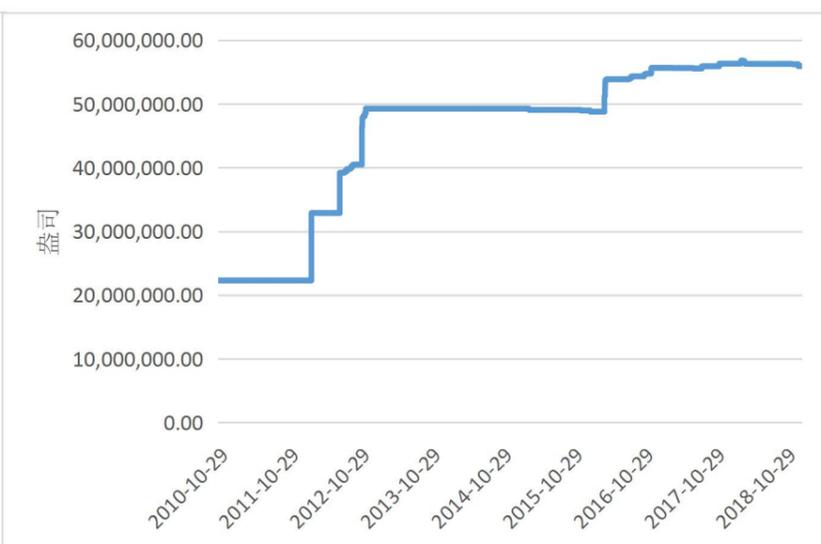


图 18 PSLV 持有量



数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

### 3 比价关系

图 19 COMEX 黄金 1906/白银 1907

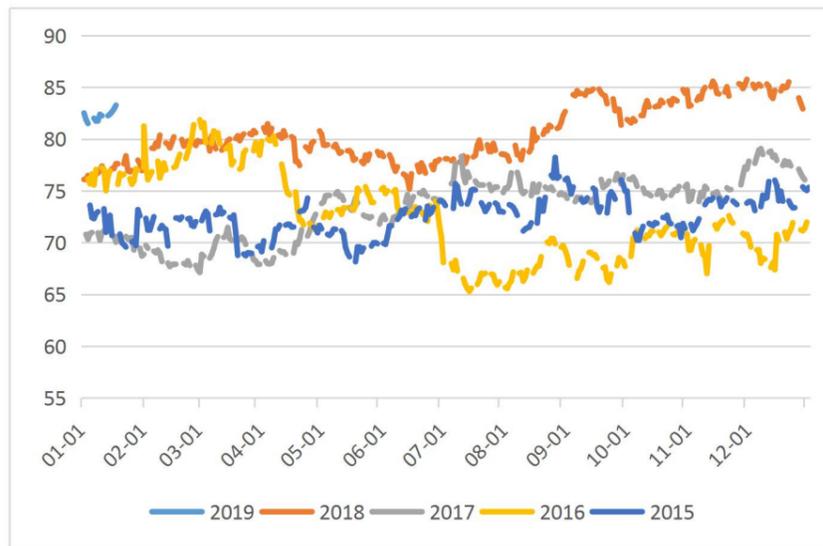
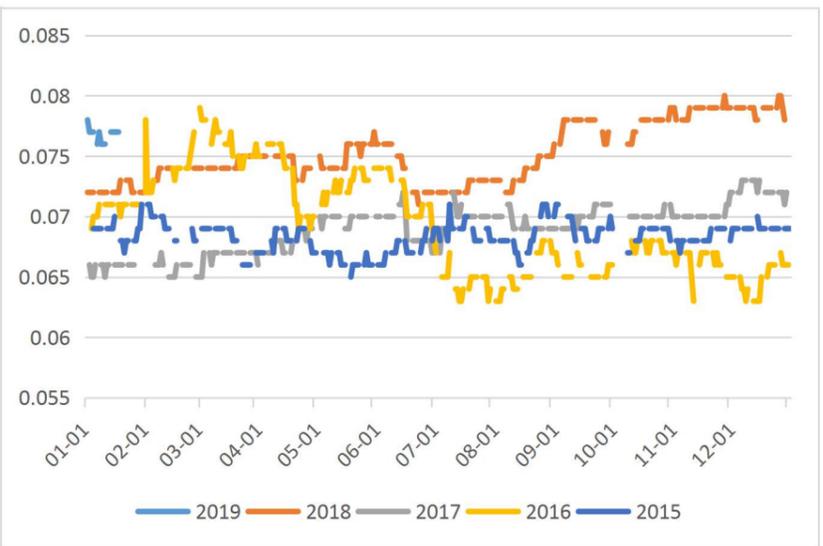


图 20 SHFE 黄金 1906/白银 1906

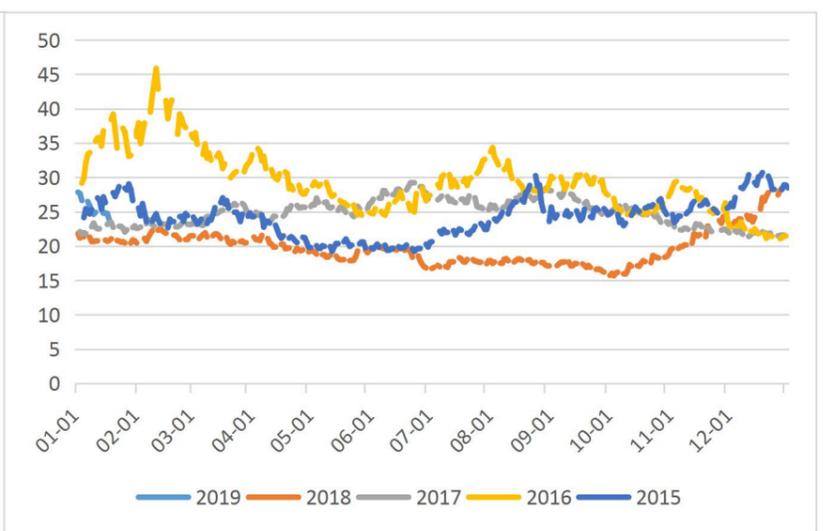


数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

图 21 现货黄金白银比值

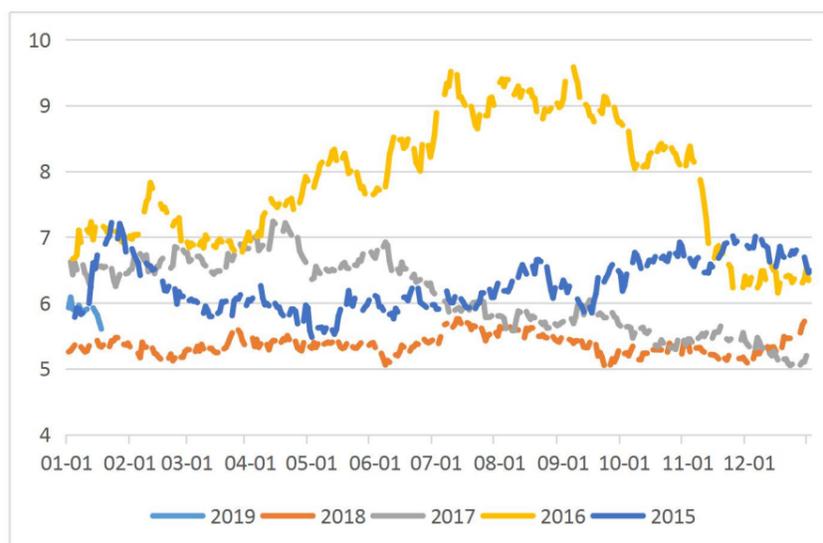


图 22 COMEX 黄金连续/ICE WTI 原油连续



数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

图 23 COMEX 白银连续/铜连续



数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

## 4 基差与价差

图 24 国内黄金基差（活跃合约）

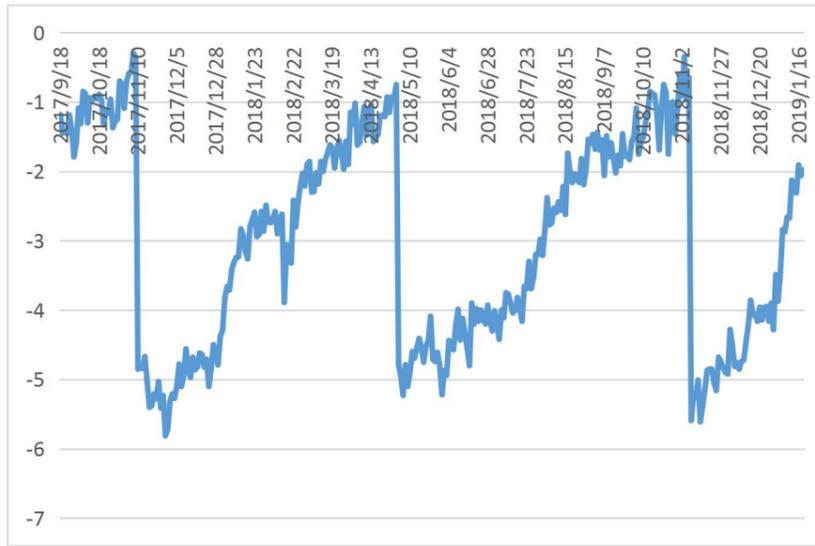
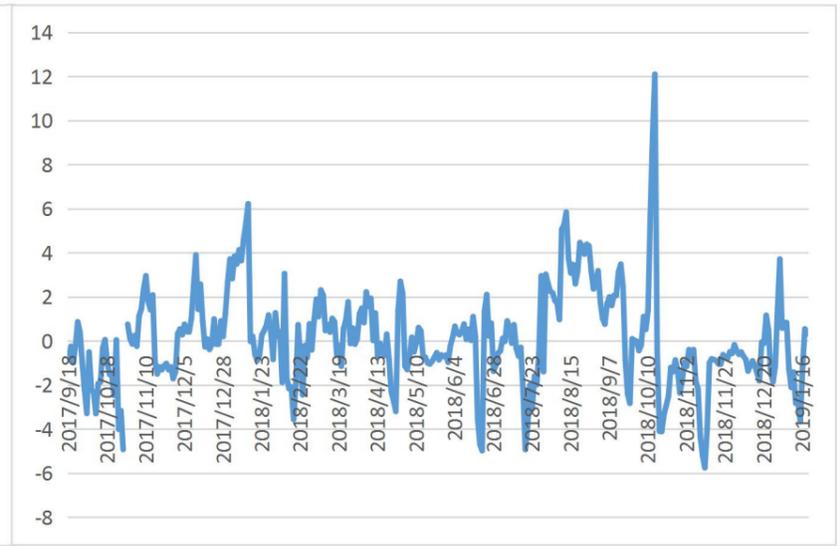


图 25 国内黄金基差（连续合约）



数据来源：Wind 一德期货黄金研究小组

图 26 国内白银基差（活跃合约）

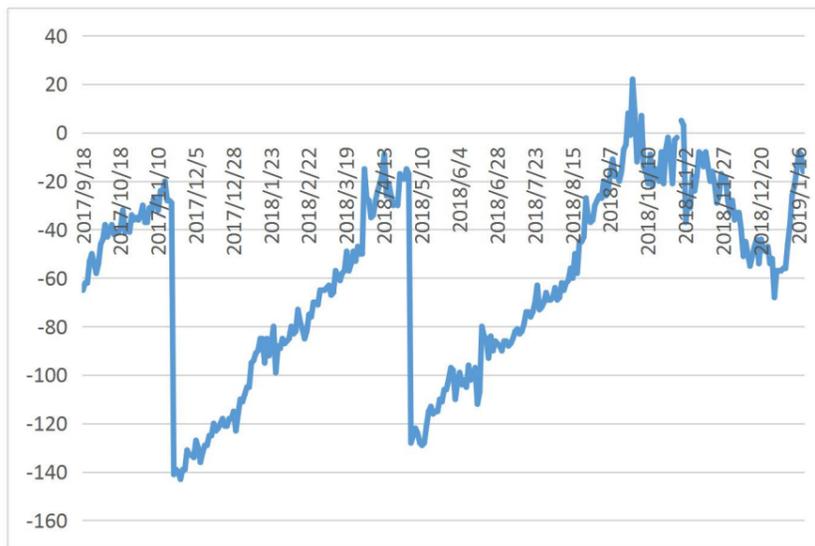
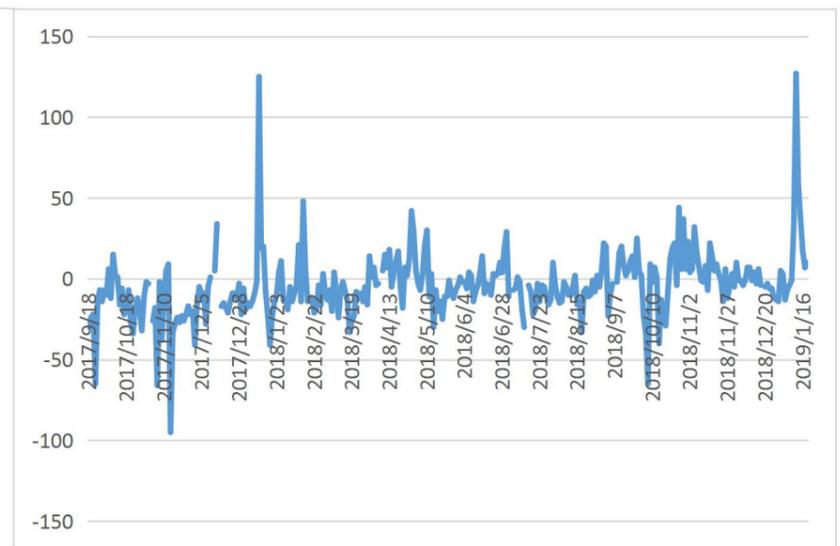


图 27 国内白银基差（连续合约）



数据来源：Wind 一德期货黄金研究小组

图 28 国内黄金价差

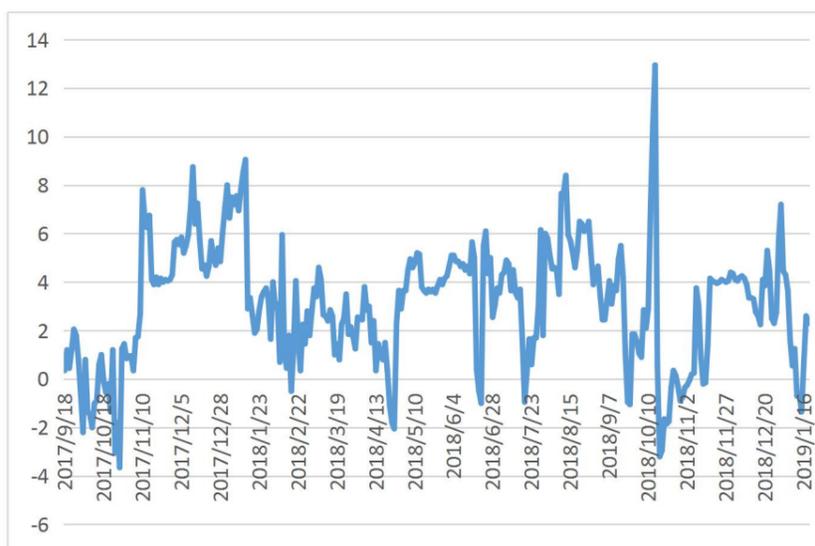
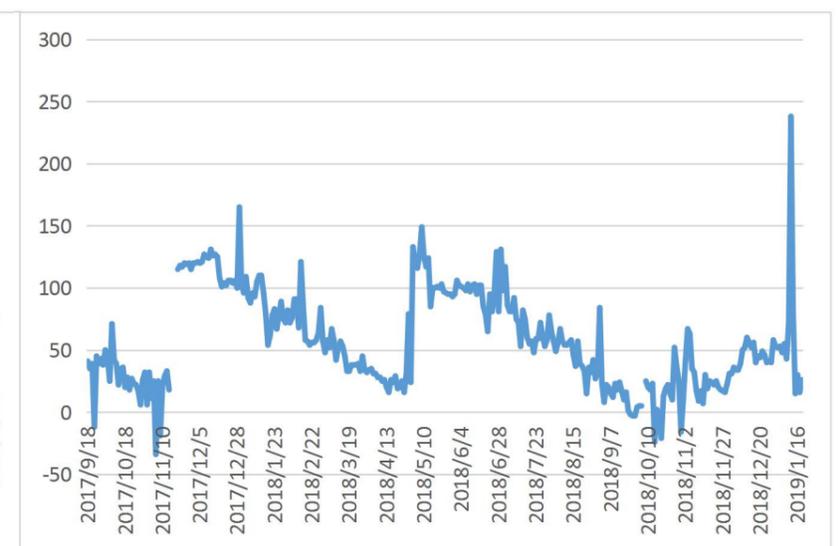


图 29 国内白银价差



数据来源：Wind 一德期货黄金研究小组

## 5 宏观环境

图 30 美国国债收益率

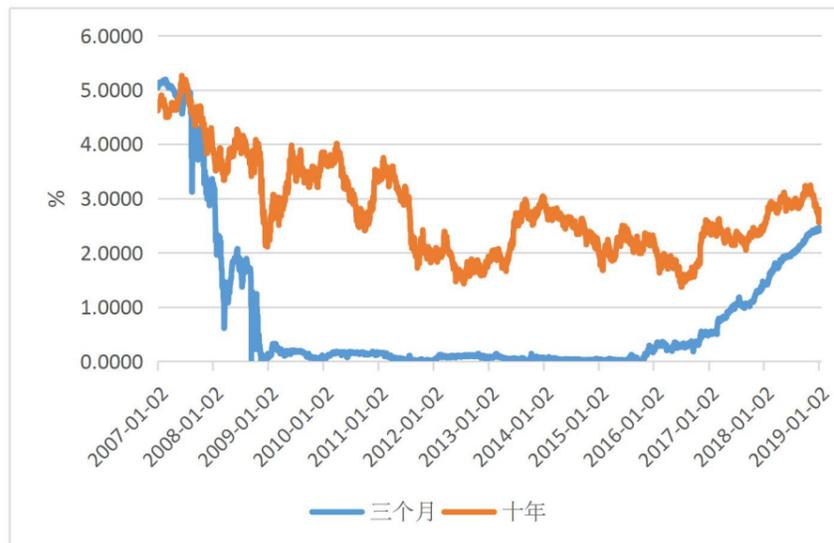
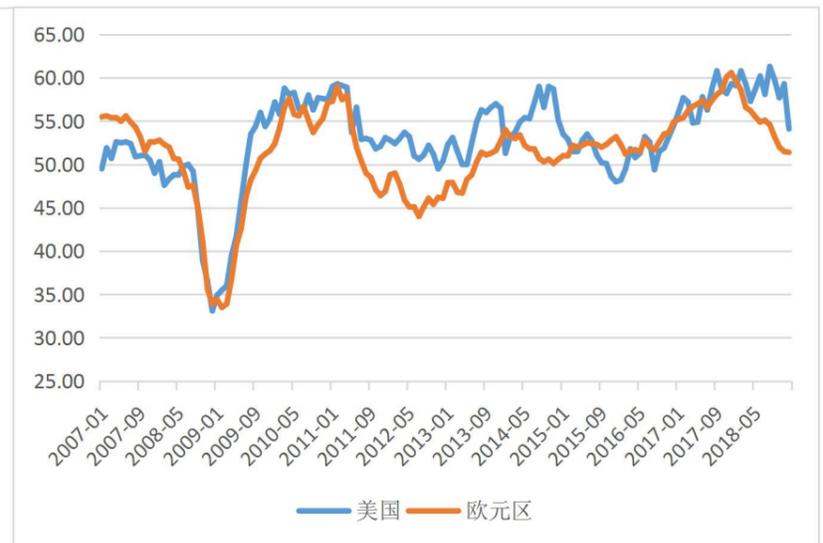


图 31 美国与欧元区制造业 PMI



数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

图 32 美国与欧元区失业率 (季调)

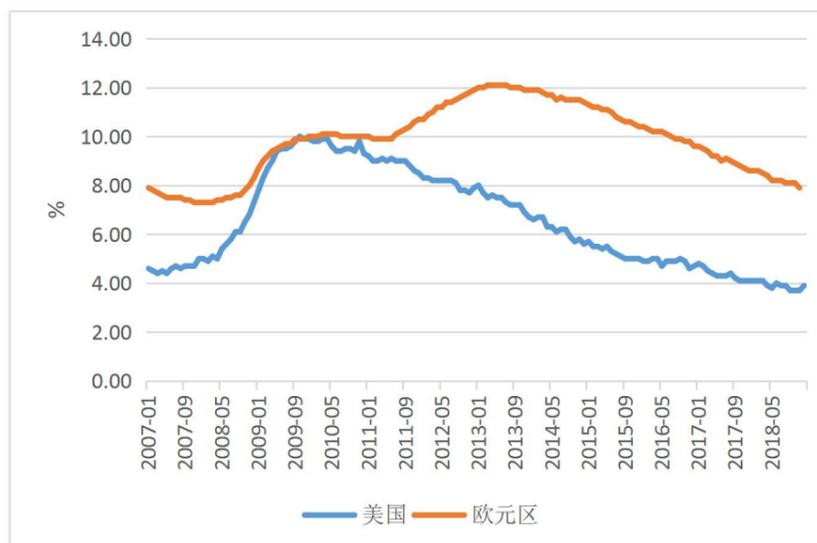
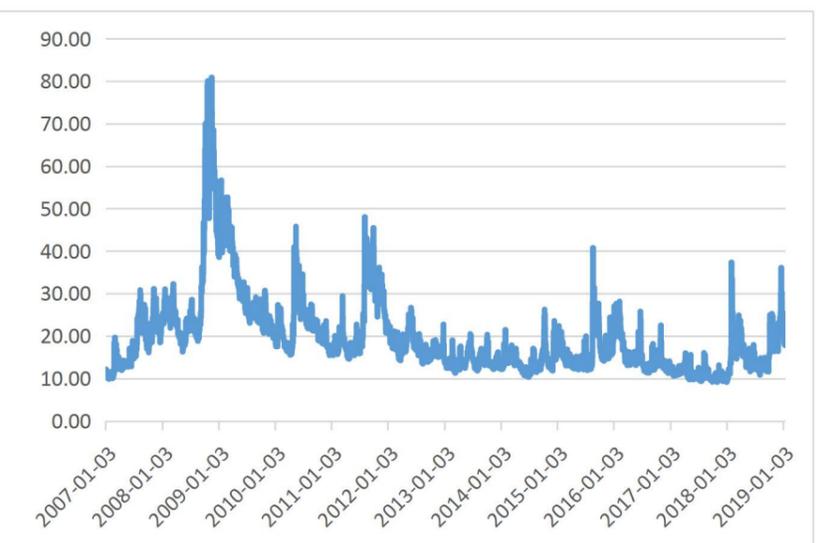


图 33 标准普尔 500 波动率指数 (VIX)



数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

### 免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。