华安期货 HUAAN FUTURES

2020 年报

经济下行压力仍在，黄金或缓慢小涨

-----2020 年贵金属期货市场展望

2019 年 12 月 24 日

要点提示:

1、2019年全球经济预期恶化，央行开启降息潮，低利率环境降低黄金持有成本。

2、黄金基金投资需求创纪录新高，各国央行积极增持黄金，金价创下六年新高。

3、多边贸易摩擦加剧，新兴市场货币危机此起彼伏，黄金的避险功能得到体现。

4、当前过高金价抑制投资需求，对经济前景的担忧也限制黄金首饰品消费需求。

5、2020年全球经济仍有下行压力，但短期预期回暖，金价或难有大幅上涨行情。

市场展望与投资策略:

2020年，预计金价缓慢小涨为主。

第一，供需基本面上，黄金ETF和各国央行购买黄金的步伐已经放缓；由于黄金价格涨得过高，实物金币金条投资者选择卖出获利；过高的价格和对经济前景的担忧，也限制了黄金首饰消费者的购买需求。

第二，全球经济在2019年底出现一些积极迹象。比如，中美贸易磋商取得阶段性进展，英国脱欧最后期限再次敲定，中国的逆周期调节政策持续加码，政策效应或逐步显现。这些因素，都可能在至少未来1-2个季度带来风险偏好的回暖，抑制黄金避险需求。

第三，美联储在12月利率声明的前瞻性指引部分删除前景充满着“不确定性”的措辞，称利率适宜，能支持经济增长和就业。当前，降息的进程已经暂停，低利率对金价的持续支撑效果有限。

第四，美股连续创新高，油价走势平稳,恐慌VIX指数在低位，显示金融市场的情绪比较稳定。国债长短期利差虽保持在极窄水平，但基本没有倒挂。尽管经济仍面临下行压力，但政策和经济的博弈还在持续。黄金或难以出现连续大幅拉升行情。

展望后续走势，我们认为，黄金作为一种储备和避险资产，具有中长期投资价值。从资产配置角度，可在个人投资组合中加入一定比例黄金，起到分散风险和资产保值的作用。

华安期货
投资咨询部
贵金属研究小组

曹晓军　高级分析师
从业/投资咨询证号
F3008012/Z0010934
闫　丰　首席分析师
从业/投资咨询证号
F0251054/Z0001643
鲍　峰　分析师
从业/投资咨询证号
F3037342
电话: 0551-62839161
Email: tzzx@haqh.com
网址: www.haqh.com

华安期货温馨提示:
“期”待诚信
“货”真价实

一 2019年贵金属行情回顾

2019年，受全球经济增速放缓、贸易多边摩擦此起彼伏、降息潮开启等因素影响，国际金价在年中大幅上涨，创下六年新高。全球央行和黄金ETF基金等表现出积极购金的热情。

图1：COMEX期金价格走势K线图（2018.1-2019.12）

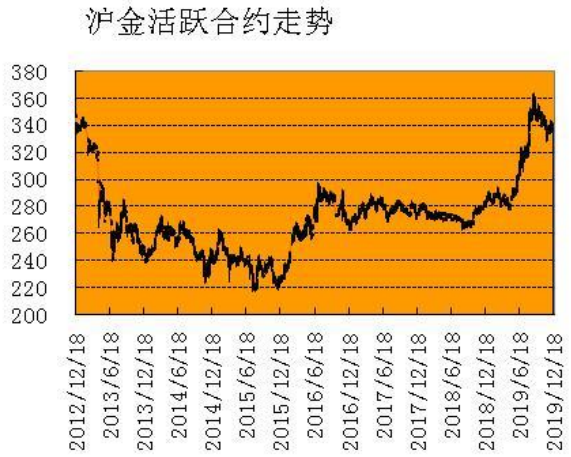


数据来源：华安期货投资咨询部;Wind

图2：comex期金和美元指数走势对比



图3：沪金活跃合约过去七年走势



数据来源：华安期货投资咨询部;Wind

2019年，黄金价格走势大致分为三个阶段：震荡整固、大幅拉升、高位回落。

第一阶段，1月到4月，金价先延续2018年四季度重心抬升的走势，冲击1350美元/盎司未能突破，随后震荡整固，价格在1270-1350美元/盎司区间。

2019年初，市场对全球经济的担忧持续，美联储表示可能暂停加息，金价在2月20日盘中冲高至1349.8美元/盎司。不过，由于金融市场风险偏好回升，油价和美股低位反弹，2月中旬一度出现风险资产和黄金同涨局面。随着避险情绪削弱，金价在2月下旬明显回调。

3月份，金价企稳回升至1330美元/盎司。美联储3月议息会议维持基准利率不变，并发表偏鸽派声明。美、欧制造业PMI数据全面走弱。

4月金价先扬后抑，低至1270美元/盎司一线。英国脱欧问题令欧洲经济前景蒙上阴影，欧元受挫，美元攀升并创下自2017年5月新高。同时，美国零售销售等数据走强，风险偏好继续向好。

第二阶段，5月到8月，金价总体单边上行，8月26日盘中达到1565美元/盎司，相对于5月2日低点1267美元/盎司来说，金价最大涨幅约24%。6月和8月涨幅最大。

5月，贸易冲突全面升温、美国对伊朗原油制裁生效、全球经济放缓预期增强、美联储继续不加息等，都提振黄金避险需求。6月黄金涨势如虹，国际金价一度突破1440美元/盎司，创逾六年新高。6月底，中美两国重启贸易谈判，市场避险情绪回落，整个7月金价小涨为主。

7月底美联储启动十年来首次降息。8月初，中美贸易局势再度恶化，汇率市场也不安静，多个新兴市场国家货币持续贬值。黄金作为硬通货之一，更受青睐。8月金价再度大幅拉涨。

第三阶段，9月至12月，金价从六年高位逐步回落，风险偏好回升，黄金从高位震荡回落。

进入9月，金融市场风险偏好回升，黄金从高位回落。

美联储在9月19日宣布降息，为年内第二次降息，同时，欧洲央行也宣布降息并重启量化宽松，金价四连阳。10月底美联储再次降息，但在声明和表态中，美联储逐渐释放鹰派信号，暗示结束降息。数据方面，美国三季度实际GDP年化季环比较二季度小幅回升，Markit制造业PMI在7月份触及50.3低位后，连续四个月回升，经济出现积极迹象。

美股迭创十年新高，风险情绪向好，各国经济增速预期普遍上调，市场从最悲观的氛围走出一些，降息潮放缓。过高的金价也在一定程度上抑制需求。

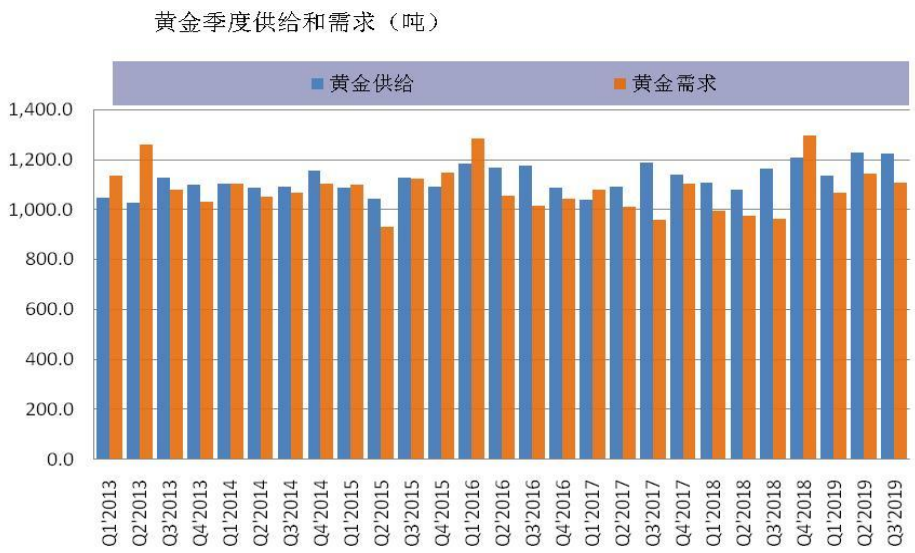
二 金价影响因素分析及前瞻

2.1 黄金供需关系

黄金消费，主要包括珠宝首饰、工业技术、投资和央行储备。黄金供给，包括矿产金、再生金和生产者套保。

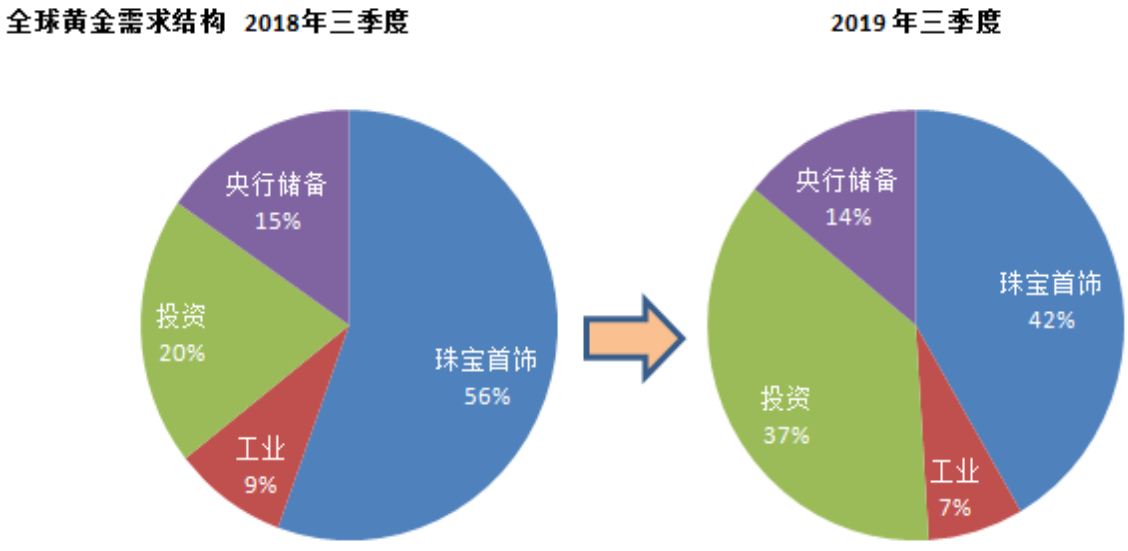
2019年第三季度，全球黄金消费总计1107.9吨，同比增长约3%。**黄金ETF投资大幅增加，抵消了其他消费分项的下滑。**供给方面，矿产金几乎没有变化，由于价格跳涨，刺激再生金领域活跃，总体，三季度黄金供给增长4%至1222.3吨。

图4：全球黄金季度供给和需求季度数据



数据来源：华安期货投资咨询部;世界黄金协会

图5：黄金需求结构的变化



数据来源：华安期货投资咨询部;世界黄金协会

以下是2019年三季度黄金需求方面的细分数据。

珠宝首饰消费同比下降16%，主要是因为过高的金价抑制消费需求。以中国为例，中国黄金首饰消费在第三季度同比下降12.05%。

投资需求分为两部分，金币金条和黄金ETF投资。

金币金条领域，需求同比下滑50%至150.3吨。黄金价格上涨后，散户投资者在高位卖出黄金锁定利润，而不是买入更多。

黄金ETF投资需求在2019年保持旺盛，截至2019年三季度末，黄金ETF持仓达到历史纪录高点2855.3吨；三季度净流入258吨。全球宽松货币政策、避险需求和价格上涨带来的动量买盘都推升ETF需求。

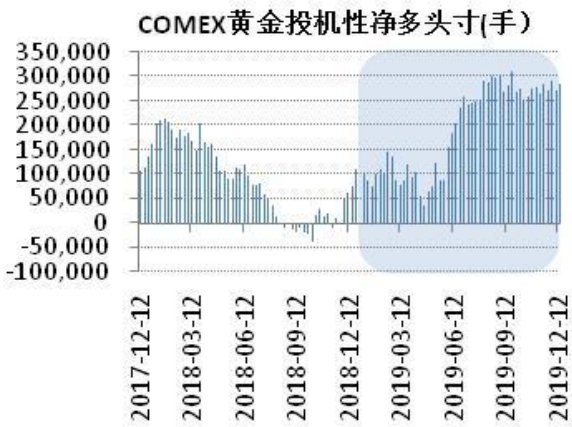
央行黄金储备，从2018年三季度开始的一年间，央行储备大幅增加。进入2019年三季度，这个势头放缓。

工业技术需求，同比下降4%，全球经济面临巨大挑战，削弱工业需求，不过，5G等基础设施的发展减缓重要电子领域的增速下滑。

图6：SPDR黄金ETF持有量（阴影对应2019年）



图7：COMEX黄金投机性净多头寸（阴影对应2019年）



数据来源：华安期货投资咨询部;世界黄金协会

在国际黄金投资市场上，有大量的基金参与其中。基金长期跟踪市场，研究水平高，并有丰富交易经验。基金持仓基本可代表市场投机力量对于价格走势的看法。

CFTC数据显示，2019年4月底到10月初，对冲基金和基金经理持有的COMEX黄金期货净多头寸一路攀升。

同时，全球最大的黄金ETF—SPDR黄金ETF，其持仓在5月中旬见底（733吨），10月上旬达到顶峰（924吨），最大增幅+26%。

COMEX期金投机性净多头寸和SPDR黄金ETF持仓这两个指标，在2019年走势基本一致。进入第四季度，不管是ETF持仓还是COMEX黄金投机性净多头寸，都高位回落。

结合以上分析，展望2020年，我们认为黄金需求可能会比今年减少：第一，偏高的黄金价格抑制实物金币金条投资需求；经济前景的不确定性进一步抑制黄金饰品消费需求；第二，央行和ETF基金的购买动能减弱，比如，美国经济相对强势地位有望保持，北美地区黄金ETF需求量或继续下降，随着脱欧问题明朗化和中国积极财政政策效果体现，英国和中国的避险情绪也会回落，影响基金对黄金的需求；第三，金融市场风险偏好抬升，削弱黄金避险买盘，投资者对黄金期货期权及其他衍生品的需求量会相应减少。

回顾过去的十个季度（从2017年二季度到2019年三季度），其中有九个季度，全球黄金供给量都大于需求量。2019年黄金价格上涨，进一步刺激黄金生产领域增加供给。预计未来一段时间，黄金继续供大于求。

2.2 地缘政治存潜在风险，但黄金暂时难以取代美元

2019年，地缘政治风险包括，新兴市场货币危机、英国脱欧事件、贸易摩擦、美国对伊朗原油出口制裁等等。

2020年，可能影响金价的政治风险包括美国大选、新兴市场危机、多边贸易摩擦、美国与中东围绕原油等问题的制裁和反制、等等。由于美国经济的相对强势，美元价值可能保持相对偏强，当新兴市场发生经济危机和货币危机时，美元也能作为一种避险资产。

另外，从央行黄金储备角度看，全球黄金官方储备接近35000吨，其中美国有8000多吨，占比超过20%。美国仍然是超级大国。尽管越来越多国家倾向于增持黄金，使外汇储备多元化，降低对美元的依赖，但短期内，美元地位依然不可撼动。

2.3 全球经济仍有下行压力，短期回暖

总体，2019年包括美国在内的全球经济都出现走弱迹象。美国一季度GDP环比折年率为3.1%，二季度下滑至2%，三季度略回升，达到2.1%。从最新GDP分项数据看，三驾马车中，消费表现强劲，投资和净出口则仍在低位。

图8：美国GDP



图9：制造业PMI指标



数据来源：华安期货投资咨询部;Wind

两个制造业PMI指标出现分化。Markit制造业PMI暂稳定在扩张区间，12月初值为52.5。美国供应管理协会（ISM）制造业PMI已连续四个月保持在50分水岭下方。从这两个PMI指标图可以看出，2018年年中以来两者都逐步回落。

图10：新增非农就业人口



图11：美国失业率与平均时薪



数据来源：华安期货投资咨询部;Wind

就业市场延续稳定态势。2019年11月，失业率为3.5%，保持低位并缓慢下降。平均时薪方面，2007年初，美国私人非农企业全部员工的平均每小时工资约21美元。近十二年来极缓慢增长，最新达到每小时28美元。

贸易问题阻碍美国和全球经济发展。WTO季度指标显示，2019年第二季度全球商品贸易增长0.2%，去年同期为3.5%。美国10月商品贸易逆差665亿美元，进出口双降，贸易量减少。乐观的是，美国商品贸易逆差缩窄，9月份该指标为705亿美元。

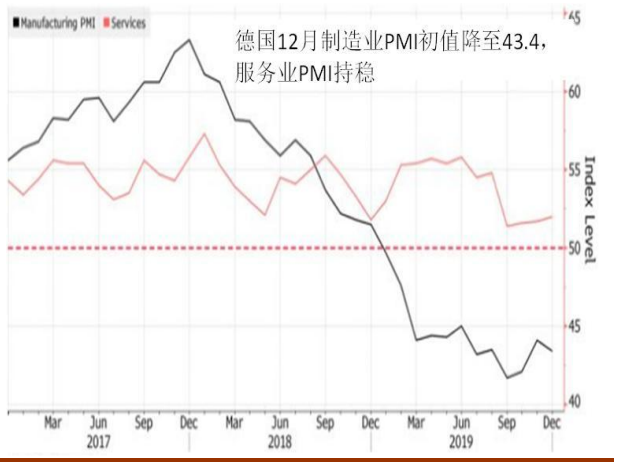
总体，2019年前11个月，美国劳动力市场保持稳定，失业率保持低位并继续下行；考虑时间跨度和通胀因素的话，时薪增长过于缓慢。美国GDP增速在二季度和三季度走低，制造业PMI指标从2018年二季度开始逐步回落。贸易摩擦和全球经济增速回落也影响美国经济增长。

美联储2019年暂停加息步伐，转为全年降息三次，为经济增长提供更多动力。2019年年底，库存积累速度提升，商业投资下滑幅度也在减少，经济出现积极迹象。预计这个趋势将在2020年初得到延续。

图12：财新中国制造业PMI回升



图13：德国制造业PMI走弱



数据来源：环球外汇网等

我们关注一下中国和欧洲的领先指标。

中国，11月财新制造业采购经理人指数(PMI)为51.8，较10月微升0.1个百分点，连续五个月回升，为2017年以来最高。11月官方制造业PMI为50.2，比10月上升0.9个百分点，为年内次高。在逆周期调节政策不断加码的情况下，中国经济有所修复，低库存保持较长时间，制造业投资也在低位，目前最关键的是企业信心恢复的程度。

欧元区，12月制造业PMI数据集体走低。其中，德国12月制造业PMI初值为43.4，低于预期的44.6和前值44.1。法国、英国和欧元区整体的制造业PMI指标也都低于预期和前值。英国脱欧事件的长期拉锯、全球贸易摩擦和拉美地区货币危机，都冲击欧元区制造业。

2.4 通胀预期偏稳，实际利率下行空间有限

如果美国通货膨胀率上涨，现金面临贬值风险，利息收益也会被物价涨幅吞噬，这时，居民及投资者更愿意持有黄金，看重黄金的保值能力。如果美国及世界主要地区通胀水平温和、物价稳定，那么黄金的吸引力会下降。

2019年美国消费者物价指数（CPI）有所下降。今年前11个月当月同比的均值约为1.8%，2018年全年均值为2.4%。美国11月CPI同比上涨2.1%；11月CPI环比上涨0.3%，预期上涨0.2%；不包括食品和能源价格在内的核心CPI环比上涨0.2%。

美联储连续三次降息，推动实际利率走低，十年期通货膨胀保值债券（TIPS）的收益率可以反映实际利率水平。图上可以看出，实际利率水平从2018年四季度以来不断走低，当前接近于零。

12月20日，美国十年期国债收益率1.92%，十年期通货膨胀保值债券（TIPS）收益率为0.15%，两者之差1.77%，代表损益平衡通胀率，这个指标反映市场对未来通胀水平的预期。

2019年美国实际物价水平走低，损益平衡通胀率显示，市场对未来通胀水平的预期较平稳，预计不会出现大幅通胀。从这个角度看，黄金的吸引力有所下降。

美国实际利率已经降至较低水平，进一步降息的空间比较小。2019年底，美联储暗示，短期内或经济前景出现实质性变化之前将维持利率不变。2020年，预计货币政策对黄金的支撑力度会减弱。

图14：美国CPI



图15：国债收益率和通胀预期



数据来源：华安期货投资咨询部;Wind

2.5 美联储货币政策

美联储在2019年改变了政策立场，从2018年加息四次转变为2019年降息三次。美联储表示，这是为应对金融市场动荡和全球经济增长放缓的预防式降息。

表1：美联储2019年降息三次

时间	幅度	调整后的联邦基金目标利率
2015.12	加息25个基点	0.25-0.5%
2016.12	加息25个基点	0.5%-0.75%
2017年	加息三次，累计75个基点	1.25%-1.5%
2018年	加息四次，累计100个基点	2.25%-2.5%
2019.7	**降息25个基点**	**2%-2.25%**
2019.9	**降息25个基点**	**1.75%-2%**
2019.10	**降息25个基点**	**1.5%-1.75%**

数据来源：华安期货投资咨询部;美联储

2019年7月底，美联储启动危机之后的十年来首次降息。9月19日，美联储年内第二次降息，欧洲央行也同时宣布降息并重启量化宽松。10月底，美联储年内第三次降息，但暗示后面可能不再降息。美联储称，就业市场保持强劲，经济活动一直在以温和速度增长。总体，2019年全年，美联储连续降息三次，共降息75个基点，最新基准利率为1.5%-1.75%。

2019年，全球也掀起降息潮。2019年1月，加纳央行降息，开启今年全球央行

降息的序幕。到12月，已经有超过30多家央行宣布降息，其中土耳其、印度、巴西、俄罗斯等央行都多次降息。

展望2020年，我们可以从美联储的政策表态中看出一些方向。12月议息会议，是美联储2019年最后一次利率决议，美联储基准利率不变，同时表示，美国劳动力市场表现强劲，经济温和增长。美联储从利率声明的前瞻性指引部分删除“前景充满着不确定性”的措辞，称利率适宜，支持经济增长和就业。

2.6 美元汇率

美元在2019年继续保持偏强走势，以截至12月23日数据计算，美元指数当年上涨1.6%。截至12月23日的数据，2019年，美元相对于欧元升值3.4%；以中间价计，美元相对于人民币升值2.14%。

图16：欧元兑美元汇率走势（标价方式：1欧元兑换多少美元）



数据来源：华安期货投资咨询部; wind

图17：人民币兑美元汇率中间价走势（标价方式：1美元兑换多少人民币）



数据来源：华安期货投资咨询部; wind

2019年，美元涨幅放缓，但依然保持强势。支撑因素包括：美国经济保持相对乐观，无论是GDP增速还是制造业PMI等领先指标，都明显好于欧元区等经济体；美联储采取及时的、预防性的降息举措，目前来看，暂时抵御了经济衰退威胁。

展望2020年，美国经济指标相对较好，劳动力市场和消费领域都保持积极态势。欧洲受到英国脱欧问题的拖累，经济陷入困境。中国方面，逆周期调节政策加码给经济注入一些活力，四季度，房地产库存较低，基建开始发力，可能带来新一年的暖春。总的来说，我们认为，美元相对于欧元或继续保持强势，美元相对于人民币更有可能是宽幅双向波动为主。

2.7 市场风险情绪的变化--油价、美股和美债收益率

国际原油价格在2018年四季度断崖式下跌，一度跌至43美元/桶以下。2019年一季度，油价走出一波反弹，随后三个季度，保持窄幅震荡的走势，价格运行中枢在55美元/桶左右。

图18：原油价格



数据来源：华安期货投资咨询部; wind

一方面，全球笼罩着经济增速放缓的阴云，再加上多边贸易冲突、英国脱欧、新兴市场货币危机等等因素，投资者对于工业需求不太乐观。另一方面，欧佩克联合限产难以形成一致行动，美国原油产量在不断提升，供给无忧。

美国三大股指全年继续走高，连续刷新十年新高。截至12月23日收盘，纳斯达克指数年度涨幅约为35%。从恐慌指数VIX走势来看，进入四季度，金融市场总体情绪平稳，风险偏好重新抬头，避险资产如黄金等吸引力有所下降。

图19：美债收益率长短利差很窄



数据来源：华安期货投资咨询部;Wind

美债收益率，长短利差全年都处于极窄水平，两年期和十年期美债收益率在11月初曾一度倒挂。1990年以来三次经济衰退之前，都出现过美债收益率倒挂。

从今年实际情况看，美联储确实停止加息步伐，转而采取预防性降息的措施，以抵御经济下行风险，较低的利率水平也推动黄金价格在2019年大幅上涨。

总体，今年，全球低利率环境和较低的原油价格共同对经济形成有力支撑，令全球经济整体暂时摆脱衰退的威胁，市场风险情绪也逐渐转暖。

2.8 影响因素小结

2019年金价主要影响因素如下：全球经济增幅放缓预期升温和降息潮开启、多边贸易摩擦推升避险需求、黄金ETF投资需求创历史新高、央行增加黄金储备以推动外汇储备多元化、等等。

对2020年的各项影响因素的前瞻看法总结如下：

2020年，供需基本面上，我们认为黄金需求可能比今年减少。第一，偏高的黄金价格抑制实物金币金条投资需求;经济前景的不确定性进一步抑制黄金饰品消费需求；第二，央行和ETF基金的购买动能减弱，比如，美国经济相对强势地位有望保持，北美地区黄金ETF需求量或继续下降，随着脱欧问题明朗化和中国积极财政政策效果体现,英国和中国的避险情绪也会回落,影响基金对黄金的需求;第三，金融市场风险偏好抬升，削弱黄金避险买盘。

回顾过去的十个季度（从2017年二季度到2019年三季度），其中有九个季度，全球黄金供给量都大于需求量。2019年黄金价格上涨，进一步刺激黄金生产领域增加供给。**预计未来一段时间，黄金继续供大于求。**

2020年，可能影响金价的政治风险包括美国大选、新兴市场危机、多边贸易摩

擦、美国与中东围绕原油等问题的制裁和反制、等等。由于美国经济的相对强势，美元价值可能保持相对偏强。**当新兴市场发生经济危机和货币危机时，美元也能作为一种避险资产。**另外，从央行黄金储备来看，全球黄金官方储备接近35000吨，其中美国有8000多吨，占比超过20%。美国仍然是超级大国。**尽管越来越多的国家倾向于增持黄金，使外汇储备多元化，降低对美元的依赖，但是，短期内，美元的地位依然不可撼动。**

美联储2019年暂停加息步伐，转为全年降息三次，为经济增长提供更多动力。**近期，库存积累速度提升，商业投资下滑幅度也在减少，经济出现积极迹象。**

2020年，全球降息潮或放缓。主要经济体来看，中国猪肉价格大幅上行带动CPI走高，限制货币政策空间；欧元区多国接近或已经负利率，不支持进一步采取货币宽松政策；从美国实际利率、物价水平和美联储表态来看，美联储继续降息的空间也不大。

2020年，随着一些积极因素出现，市场风险情绪有望好转。这些积极因素包括：美国此前三次降息，低利率对于投资、消费的促进作用将逐步体现；中国2019年全年推行基建、减税等政策，这些政策落地到见效也有一个滞后期，会在2020上半年体现；英国脱欧问题有望解决，不管对经济影响几何，但形势明朗化以后，不确定性会较少。

三　2020 年市场展望

3.1　经济走势展望

11月21日，经济合作与发展组织(OECD)发布新一期世界经济展望报告，称全球经济正以金融危机以来最慢的速度增长，位于10年来的最低点。2019年全球经济增速预期为2.9%，跟此前的预期保持一致，但2020年全球经济增长预期从9月份的3%下调至2.9%。全球投资增速、商品和服务贸易额增速等均呈现明显放缓趋势。

最近数据显示，全球经济在第三季末可能勉强避开衰退，商业活动略微改善。总体，当前对经济的预期出现回暖；不过，2020年，经济增速进一步放缓概率较大，企业信心也很难恢复。各国之间在贸易领域、货币领域的争夺可能更加激烈。

3.2　汇率走势展望

美国经济指标相对较好，劳动力市场和消费领域都保持积极态势。欧洲受到英国脱欧问题的拖累，经济陷入困境。中国方面，逆周期调节政策加码给经济注入一些活力，四季度，房地产库存较低，基建开始发力，可能带来新一年的暖春。

总体，我们认为，2020年，美元相对于欧元或继续保持强势，美元相对于人民币更有可能是宽幅双向波动为主。

3.3　金价走势展望

2020年，预计金价缓慢小涨为主。

第一，供需基本面上，黄金ETF和各国央行购买黄金的步伐已经放缓；由于黄金价格涨得过高，实物金币金条投资者选择卖出获利；过高的价格和对经济前景的担忧，也限制了黄金首饰消费者的购买需求。

第二，全球经济在2019年底出现一些积极迹象。比如，中美贸易磋商取得阶段性进展，英国脱欧最后期限再次敲定，中国的逆周期调节政策持续加码，政策效应或逐步显现。这些因素，都可能在至少未来1-2个季度带来风险偏好的回暖，抑制黄金避险需求。

第三，美联储在12月的利率声明的前瞻性指引部分删除前景充满着“不确定性”的措辞，称利率适宜，能支持经济增长和就业。当前，降息的进程已经暂停，低利率对金价的持续支撑效果有限。

第四，美股连续创新高，油价走势平稳，恐慌VIX指数在低位，显示金融市场的情绪比较稳定。国债长短期利差虽保持在极窄水平，但基本没有倒挂。尽管经济仍面临下行压力，但政策和经济的博弈还在持续。黄金或难以出现连续大幅拉升行情。

总体，在全球经济继续放缓的大背景下，黄金作为一种储备和避险资产，具有中长期投资价值。从资产配置角度，可在个人投资组合中加入一定比例黄金，起到分散风险和资产保值的作用。