

▶ 年报 · 金银

金银动能阶段减缓，强势根基不变

倍特期货 · 研究发展中心

2019年12月20日

2019年黄金白银价格的整体上涨，让近年来的大形态出现转强特征。展望2020年，黄金白银的强势氛围和动能有阶段性减缓预期，但强势根基还不会改变。预计2020年黄金白银价格仍有望维持在相对强势之中；内外盘之间、品种之间的分化维持但潜在变化！

相关报告：

《2019年年报：星星之火乍现，燎原之势难成》

《2019年11月月报：双驱变单驱，有反弹但暂难复涨》

分析师：张中云

从业资格证号：F0206390

投资咨询证号：Z0001456

联系电话：0816-2238660

QQ：381251769

要点：

- ◆ 全球经济仍有下行风险，但已不会太悲观。
- ◆ 进一步降息的迫切性降低，但货币环境维持宽松。
- ◆ 全球通胀水平仍处低位，有温和回升预期。
- ◆ 供需方面：黄金总需求脱离近年低位，央行购金影响有限；白银供给偏紧，需求有亮点，但地面库存压力大。
- ◆ 地缘局势上半年趋势缓，下半年不确定性大。
- ◆ 基金持仓信心相对回升，但黄金非商业多头已达历史高位。

主要观点：

黄金：2020年强势格局有望维系，全年走势“先抑后扬”概率大；相对而言，国际市场有望强于国内市场。

白银：强势格局有望保持，2020年内先按大区间内的偏强运行对待。只有当价格有效打破大区间后，才有更大的想象空间。

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、2019 年行情回顾

2019 年金银关键词：贸易争端拉锯、降息与宽松、经济数据反复、英退欧拖而不决

纵观 2019 年黄金、白银的价格走势，在避险和降息两条线索主导下，整体表现为上涨。年度涨幅黄金大于白银，年内波幅却是白银大于黄金！在年内的小周期波段节奏上，黄金白银基本保持一致，均表现为“调整——上涨——回落”的三段式结构（见图 1）。

图 1：2019 年黄金、白银内外盘走势周线图



（数据来源：文华财经）

第一阶段：“调整”——2019 年 1-4 月，黄金白银主要以震荡调整为主（COMEX 金银略有滞后，调整延续到 5 月）。此阶段，黄金白银先是承接 2018 年底的上行惯性，在年初达到阶段高点。随后，因中美两国领导人在阿根廷 G20 峰会会晤时，传递出的暂停贸易争端加码的积极信号，美国与中国股市止跌回涨，经济数据部分转好，市场避险情绪被削弱，基金持仓自 2 月份开始持续回落。金银期价因此承压转入调整走势，并一直持续到 4 月底甚至 5 月份。

第二阶段：“上涨”——2019 年 5 月-8 月底，黄金白银期价走出单边上涨行情。此阶段，因美国出尔反尔，中美又开始互加关税，贸易形势再度激化；经济数据再显疲弱，美联储十年来再次降息，其他多国央行先后降息多次。此外，英国首相辞职增强脱欧不确定性，中东局势紧张，地缘忧虑穿插其间，不断刺激市场对于金银的避险需求，基金持仓增加并创出近年的阶段高点。金银价格走出了年内最强的一波上涨，涨势一直持续到 8 月底 9 月初。COMEX 黄金从 1271.1 美元/盎司涨至

最高的 1567 美元/盎司，涨幅 23.28%。沪金指数从 278.5 元/克涨至 364.25 元/克，涨幅 30.78%；COMEX 白银从 14.305 美元/盎司，最高涨至 19.775 美元/盎司，涨幅 38.24%。沪银指数从 3494 元/千克涨至 4851 元/千克，涨幅 38.84%。

第三阶段，“震荡回落”——2019 年 9 月到年末，黄金白银期价震荡回跌。此阶段，随着中美第 13 轮经贸高级别磋商前后的积极影响，中美贸易紧张局势出现缓和；美联储及其他央行降息的边际效用和进一步降息预期减弱；地缘方面中东问题得以平息，英国退欧时限再获延期，地缘忧虑减弱。基金持仓从近年高位下滑。黄金白银期价走出了较大幅度的回落调整行情。直到年底，回落势头仍未得到有效逆转。

全年来看，5 月-8 月底那一轮上涨行情的低点与高点，也是黄金白银 2019 年全年的最低与最高点。此外，金银比价在年中创出历史新高后有所回落！

二、2020 年主要影响因素分析

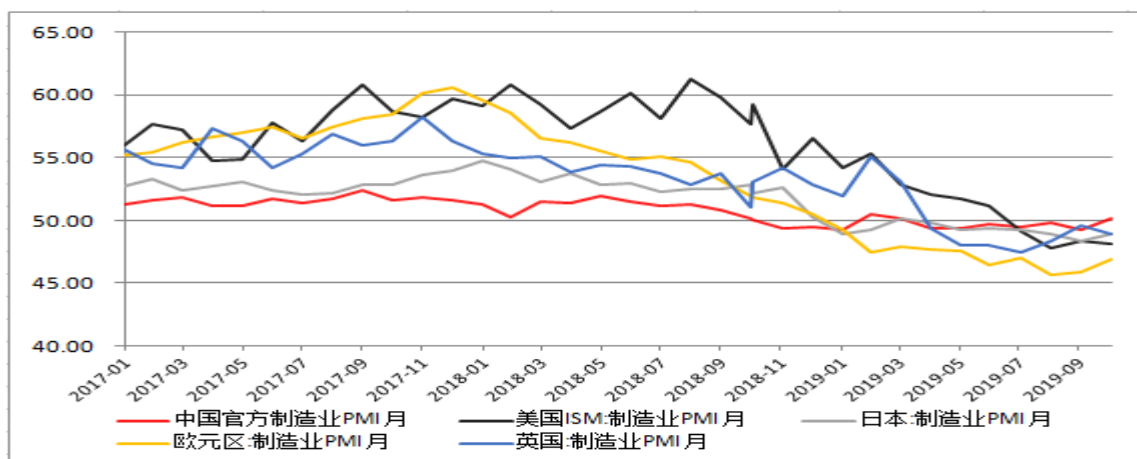
（一）宏观经济环境方面

1、2020 年全球经济增速预期不乐观，但也不必过于悲观。

宏观经济状况，对于金银而言，既关系避险需求，也关系着实物需求。

展望 2020 年全球经济，首先从全球主要经济体的经济先行指标——制造业采购经理人指数 PMI 来看，全球各主要经济体制造业 PMI 自 2018 年后开始步入下行走势，在 2019 年 9 月创出阶段性低点后，开始转稳并略有回升（见图 2）。目前，中国官方制造业 PMI 在 2019 年 11 月刚好翻上 50 荣枯线；其他几大经济体制造业 PMI 尚处在 50 荣枯线下，这预示着其经济仍处在收缩态势，但有缓和甚至个别有好转的苗头。

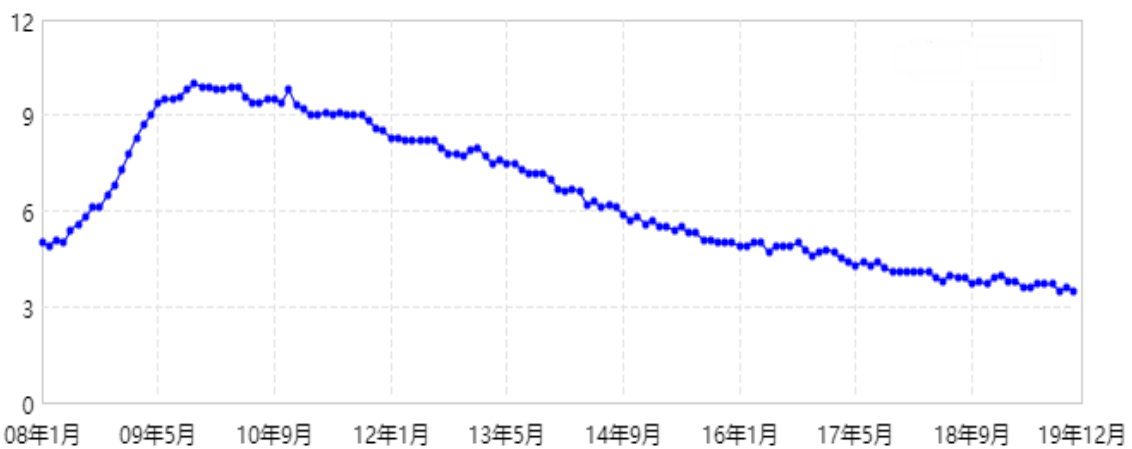
图 2：全球主要经济体制造业采购经理人指数（PMI）



（数据来源：WIND 资讯、倍特期货）

其次，从主要经济体增速预期来看：美国因制造业危机、贸易局势以及地缘政治等风险因素，经济仍面临着较大压力。但 2019 年三次降息这一宽松政策的滞后效应预计将会在 2020 年的经济活动中逐渐体现。同时，美国就业市场表现仍有亮点，美国劳工部 2019 年 11 月非农报告中的失业率录得 3.5% 的近半个世纪新低位置，并且失业率已经连续 20 个月保持在低于 4% 的水平（见图 3），这有利于支撑经济。因此，也不必过于悲观。高盛对美国 2019 年、2020 年的 GDP 增速预期分别为 2.2%、2.0%，可见对 2020 年增速下调的预期整幅度不大。

图 3：美国劳工部公布的失业率



（数据来源：美国劳工部、东方财富）

欧元区方面，欧央行及欧盟委员会均对 2020 年欧元区的经济持谨慎乐观态度。新任欧央行行长拉加德认为经济增长风险仍偏下行，但同时也认为经济增长出现了稳定的初步迹象。欧洲央行在 2019 年 12 月会议上，预计 2019 年 GDP 增为 1.2%，2020 年 GDP 增速为 1.1%，2021 年 GDP 增速为 1.4%；欧盟委员会对 2019 年和 2020 年欧元区 GDP 增长预期的分别为 1.1% 和 1.2%；高盛预计欧洲 2019 年、2020 年的 GDP 增速分别为 1.2%、1.0%。

中国方面，社科院发布的 2020 年《经济蓝皮书》称，2020 年全球不稳定不确定因素增多，中国经济仍面临下行风险，预计 2020 年中国经济增长在 6.0% 左右，消费者物价指数上涨 3.4% 左右；在 2019 年底的中央经济工作会议中，中央明确提出 2020 年经济工作要“稳”字当头，并列出“实施积极的财政政策和稳健的货币政策”等六大经济工作任务。可以预期，在国内巨大的市场容量和一党执政的优势下，中国经济仍将保持较强韧性，经济增速有下行风险，但下行幅度有限。

最后，从权威机构对 2020 年全球的经济增速预期来看，国际货币基金组织(IMF)在 2019 年 10 月的《世界经济展望报告》中，预计 2019 年世界经济增速为 3%，2020 年世界经济增长率预估为

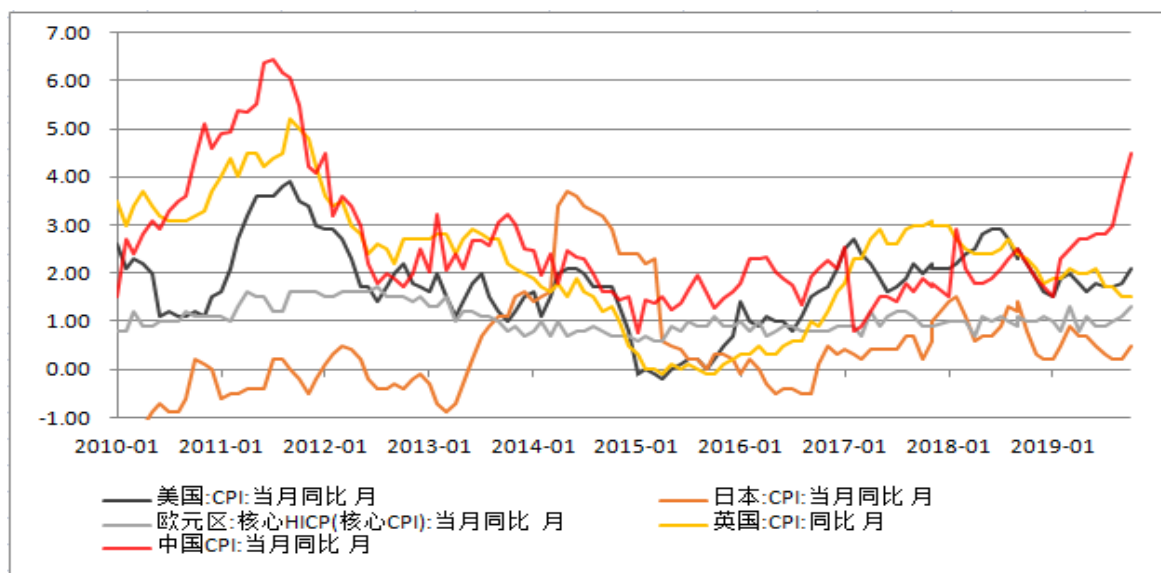
3.4%。全球最大资管机构贝莱德旗下的贝莱德智库(BII)发表的2020年全球经济展望指引称，在更宽松的金融环境下，全球经济增长将迎来拐点，在未来6至12个月内企稳并逐步回升。

综合来看，2020年几大主要经济体及全球经济虽面临着一定的下行风险，但并不会过于悲观！

2、主要经济体通胀水平多处于低位，但有温和回升预期。

2019年，中国因非洲猪瘟导致猪肉价格飞涨，带动居民消费类物价上行，最终导致CPI指数的大幅上行，这属于特例！除中国外，目前，其他主要经济体的居民消费物价指数CPI仍相对偏低（见图4），但稳中微升。2020年，在货币宽松滞后效应及相关政策引导下，全球主要经济体的通胀水平有温和回升预期，回升幅度预期不会太大，对贵金保值需求有支持，但拉动力还不会太强。

图4：全球主要经济体居民消费价格指数（CPI）



（数据来源：WIND 资讯、倍特期货）

3、全球降息频率预期减缓，但货币政策有望继续中性偏宽松。

在经济下行压力下，2019年中，以美国为主，全球多个国家多次下调利率，营造了一个宽松的货币环境。

展望2020年，美联储在2019年最后一次会议上，FOMC委员倾向于在2020年维持现有利率政策，没有一名委员认为应当在明年降息，会议决议文本增加了“当前货币政策立场是合适的”的表述。美联储主席鲍威尔表示，美联储将会密切关注经济前景的实质性变化，并及时调整政策。同时称，与1990年代中期的降息周期相比，加息的必要性降低。

欧洲央行方面，新任行长拉加德是一位支持量化宽松和低利率的鸽派。在她首次主持的，也是 2019 年最后一次欧央行利率会议上，她表示利率将维持在当前或更低水平直到接近通胀目标。但由于欧盟官员们越来越担心负利率的影响，银行和政客都在抱怨低于零的利率正在损害金融体系并伤害储户，这将给拉加德的鸽派倾向带来压力。或意味着，拉加德不得不考虑探寻其他可用工具来提振通胀，而不是依赖降息。

日本央行在 2019 年底的最后一次央行会议上表示：如有需要，将维持利率在当前或更低的水平；日本央行行长称，如果物价风险加剧将毫不犹豫的加码宽松。

英国央行称如果风险没有实质化，2020 年利率可能需要温和上涨。

中国方面，中央经济工作会议提出，将继续实施稳健的货币政策。财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力，尤其是在高端制造、民生建设、基础设施短板等领域。可见 2020 年在货币政策方面仍不会采取大水漫灌式宽松，定向宽松仍是主基调。

4、美元来年有阶段回落基础，人民币贬值压力减弱。

美元指数在 2019 年大部分时间都维持在 2018 年 9 月以来形成的震荡上行通道中运行，年末出现了通道的下破（见图 5）。展望 2020 年，美联储主席表态加息概率低，如果中美贸易缓和，欧元区经济企稳情况较好，则美元汇率存在阶段性回落的可能。但从 2019 年美元指数与金银价格的关系来看，反相关性并不高。因此，2020 年美元潜在的回落要求，对金银会有支撑，但力度需要考证。

图 5：美元指数形态及金银价格对比



(数据来源：文华财经)

人民币度汇率方面，2019 年由于贸易争端，人民币汇率年中快速走贬，离岸汇率最高达到 7.1956。到 2019 年底，随着贸易争端的缓和，人民币汇率才回到 7 附近上下震荡（见图 6）。2019 年人民币汇率的走贬直接导致了当年国内黄金的涨幅大于国际黄金。展望 2020 年，中央经济工作会议指导思想是“稳”字当头，再综合考虑国际国内环境，预计 2020 年人民币汇率的贬值压力将减小，稳定仍是主基调。

图 6：人民币离岸汇率周、月线



（数据来源：文华财经）

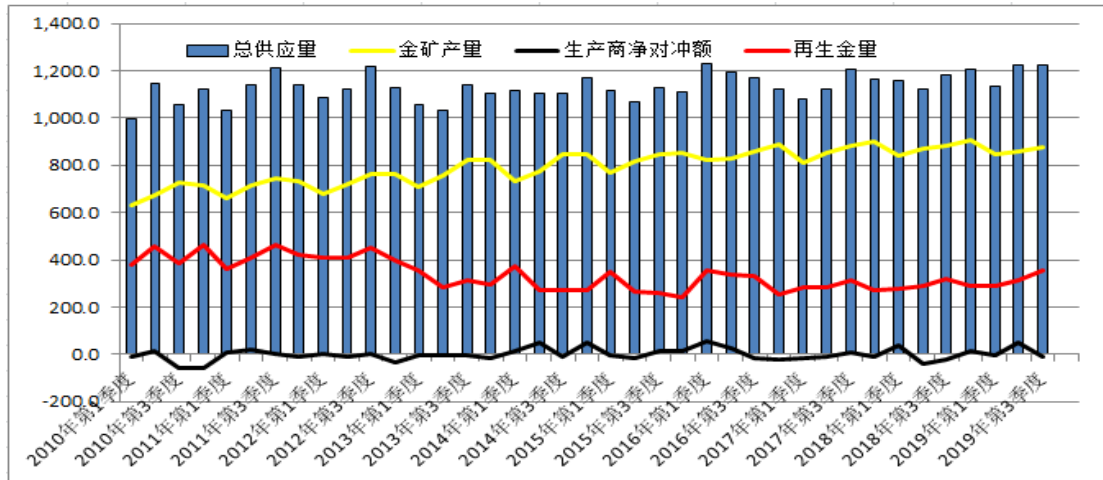
基于美元阶的段调整预期与人民币汇率偏稳预期，可能导致 2020 年黄金白银（尤其是黄金）内外盘涨跌幅度再度出现不同步现象，且倾向于国际市场强于国内市场。

（二）黄金白银实物供求方面

1、黄金供给总体稳定，需求脱离阶段低位，央行购金影响有限。

(1)供应方面，近年来全球黄金总供给基本维持稳定，季度供应量稳定在 1100-1240 吨的范围内。据世界黄金业协会《2019 年第三季度黄金需求趋势报告》数据显示，2019 年前三季度矿产金供应量为 2583.4 吨，与去年同期相比几无变化。分项来看，2019 年的变化在于再生金的供给，由于受到黄金价格同比上涨的推动，全球回收再生金供应明显增加，前三季度回收金供应达到 963.1 吨，同比增加 8.5%，导致前三季度黄金总供应增加 3.6% (见图 7)。

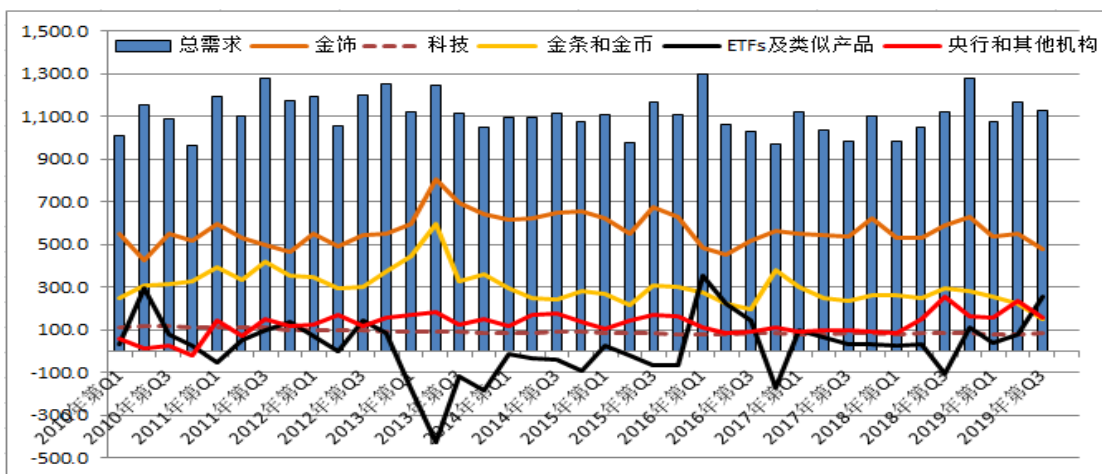
图 7: 全球黄金供应量 (季度)



(数据来源: 世界黄金业协会)

(2)需求方面, 全球黄金需求在 2018 年出现明显回升, 脱离了近八年的低位。2019 年, 据世界黄金业协会《2019 年第三季度黄金需求趋势报告》数据显示, 因经济不确定性及持续的地缘问题使得消费者情绪悲观, 加之金价高企, 压制了全球主要市场的金饰与金币需求, 导致全球金饰、金条与金币需求出现下滑, 但全球黄金 ETF 明显增长, 2019 年三季度增长了 258.2 吨, 这也是 2016 年第一季度以来最高的单季度流入量, ETF 用总持仓量创出了 2855.3 吨的历史新高。此外, 各国央行的黄金储备购入水平同比有所提升, 2019 年前三季度, 全球各国央行共计净买入了 547.5 吨黄金, 同比上升 12%。由此, ETF 持仓及央行购金的增长弥补了金饰、金条与金币的下滑, 2019 年前三季度黄金总需求同比上涨 6.66% (见图 8)。

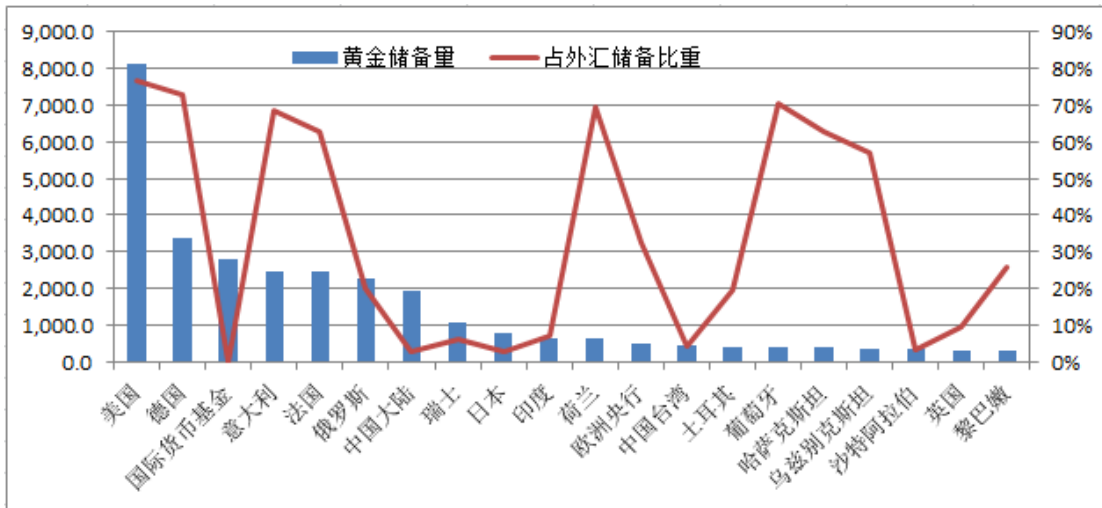
图 8: 近 10 年黄金季度需求情况



(数据来源: 世界黄金业协会)

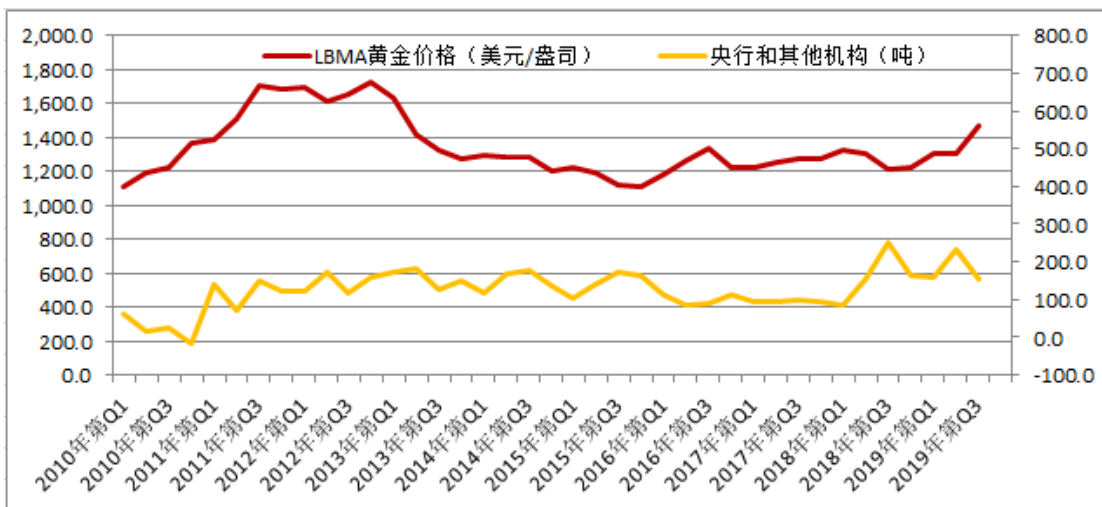
(3)这里再重点说一下央行购金：根据世界黄金协会数据，2019年前三季度共有14家央行报告增持黄金储备，这延续了2018年以来多家新兴市场央行增持黄金储备的趋势。其中，市场特别关注中国，我国自2018年12月恢复购买以来，人民银行的黄金储备每月都有所增加。但截止2019年9月，中国黄金储备绝对数量及黄金储备占外汇储备的比重依然很低，尤其是我国黄金储备占外汇比重仅3%（见图9）。这与目前中国经济体量跃居世界第二的情况不匹配，从而留下了巨大的黄金增持需求，也成为市场看多黄金需求的一个重大题材。

图9：截止2019年9月全球央行黄金持有量前20名及黄金占外汇储备比重



（数据来源：世界黄金业协会）

图10：2010年以来央行购金量与黄金价格的关系



（数据来源：世界黄金业协会 倍特期货）

从央行购金对黄金价格的潜在影响上看，一方面，中国央行增持黄金的速度温和，提升黄金储备并不是一朝一夕的事。另一方面，从全球央行购金量与黄金价格走势的历史相关性来看，两者并不存在必然的正相关关系（见图 10）。因此，央行增持黄金的趋势有望延续，但却并不一定会对黄金价格产生明显的利多推动作用。

2、白银供求：全球供应偏紧，需求偏稳并潜在增长亮点，但地面库存压力大。

(1)、供应方面，世界白银协会(Silver Institute)发布的《2019 年世界白银调查报告》显示，2018 年，全球白银总供给达到 10.04 亿盎司，同比下降 2.75%。主要下降来自于全球银矿产量的连续第三年下降，2018 年矿产银下降 2%至 8.557 亿盎司（见表 1），下降原因主要和独立银矿产出有关。2109 年第一大产银国墨西哥的第二大银矿佩纳斯基多矿多数时间处于关停状态，加之矿产银品位下降。因此，预计对 2019-2020 年矿产银的供给弹性较低。此外伴生银方面，因中国经济增速放缓，全球基本金属需求增长预计放缓，伴生银矿增长会受限。由此，预计 2020 年全球白银供应将维持偏紧态势。

表 1：全球白银供需平衡表

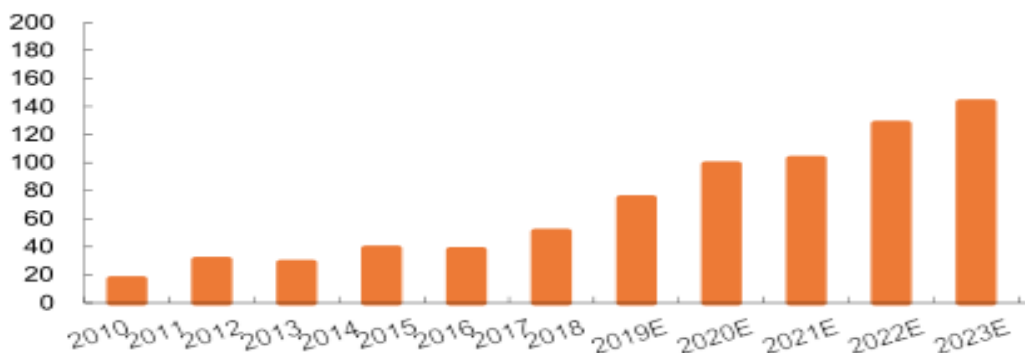
(million ounces)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Supply										
Mine Production	717.3	753.0	758.3	791.7	823.3	867.8	893.7	893.4	876.9	855.7
Net Government Sales	15.6	44.2	12.0	7.4	7.9	-	-	-	-	-
Scrap	200.6	227.2	261.2	253.8	191.2	167.4	150.2	151.8	153.8	151.3
Net Hedging Supply	-17.4	50.4	12.2	-47.1	-34.8	16.8	7.8	-19.4	1.9	-2.8
Total Supply	916.1	1,074.8	1,043.8	1,005.8	987.6	1,052.0	1,051.8	1,025.8	1,032.6	1,004.3
Demand										
Jewelry	176.9	190.0	191.5	186.7	219.7	227.3	223.3	202.7	204.5	212.5
Coins & Bars	79.6	174.1	211.7	161.2	240.7	233.6	293.6	208.7	150.4	181.2
Silverware	53.2	51.9	47.5	43.8	59.3	61.2	63.2	52.4	57.6	61.1
Industrial Fabrication	528.2	633.8	653.0	600.1	604.6	596.3	582.6	566.4	585.8	578.6
...of which Electrical & Electronics	227.4	301.2	290.8	266.7	266.0	263.9	246.0	233.9	243.1	248.5
...of which Brazing Alloys & Solders	53.8	61.2	63.2	61.1	63.7	66.7	61.5	55.3	57.5	58
...of which Photography	76.4	67.5	61.2	54.2	50.5	48.5	46.1	44.7	40.9	39.3
...of which Photovoltaic*	-	-	67.4	64.4	54.8	53.9	64.5	74.9	88.9	80.5
...of which Ethylene Oxide	4.8	8.7	6.2	4.7	7.7	5.0	10.2	10.2	6.9	5.4
...of which Other Industrial*	165.8	195.2	164.2	148.9	162.0	158.5	154.4	147.3	148.4	146.9
Physical Demand	837.8	1,049.8	1,103.7	991.8	1,124.3	1,118.4	1,162.8	1,030.2	998.4	1,033.5
Physical Surplus/Deficit	78.3	25.0	-59.9	13.9	-136.6	-66.4	-111.0	-4.4	34.2	-29.2

（数据来源：世界白银协会）

(2)、需求方面，2009-2016 年全球白银的消费需求整体呈现反复波动状态，趋势不明显。2016 年以后的近三年时间需求开始趋于稳定。据世界白银协会(Silver Institute)发布《2019 年世界白银调查报告》显示，2018 年全球白银总需求为 10.33 亿盎司，同比增长 3.53%。分领域看，白银在工业领域的需求相对稳定，依旧居于高位，2018 年工业需求占比高达 56%；银饰

需求稳中有升，银币等投资类需求波动偏大（见表1）；光伏用银方面是亮点，截止2018年光伏太阳能电池板的白银需求已连续6年上升，光伏领域用银在2018年的白银需求中占比达到7.8%，预计2019年将创下新的纪录。考虑到光伏发电在全球发电中的占比仅为2.2%，未来装机容量有望保持增长。欧洲光伏协会预计，2023年前全球光伏装机容量将以约12%的年复合增速增长（见图11）。因此，未来光伏是工业需求增长的主要驱动力。

图 11：全球光伏装机容量持续增加（GW）



（数据来源：WIND 欧洲光伏协会）

(3)、白银的地面库存方面，GFMS Team/Refinitiv 首席分析师 Johann Wiebe 曾表示，近年白银的产需格局与价格相关性低，因为地上库存有大量流动性。据世界白银协会 (Silver Institute) 发布《2019 年世界白银调查报告》显示，2018 年地上白银供应总量超过 25 亿盎司，较上年下降 3%。这是在连续 9 年增长之后，地面库存的首次下降，但这仍相当于两年半的供应量，从而对白银价格形成较大压力。

（三）其他影响因素分析

1、地缘政治对金银仍潜在阶段性支撑，力度方面预计上半年趋势缓，下半年偏强。

2020 年全球地缘政治的不确定性主要集中在四个方面：

一是，2020 年的美国大选。目前美国大选的竞选工作已拉开帷幕，正式投票在 11 月初。现任总统特朗普在大选年却将面临着“弹劾门”的困扰，连任之路充满坎坷；民主党有多个竞选人参选，各自优势似乎并不明显。同时，近年来美国出现收入不平等加剧、中产阶级空心化等一系列社会趋势，直接导致了美国国内民粹主义加剧，这种社会转变很有可能使总统大选呈现更为民粹主义的结果。因此 2020 美国总统大选对美国甚至全球金融市场的潜在冲击不容小觑。

二是，贸易争端的演变。在 2019 年 12 月中下旬，中美双方宣布已就第一阶段经贸协议文本达成一致，同时新版北美贸易协议也获得美众议院通过，预示着贸易争端阶段性趋于缓和。2020 年特朗普将把更多的精力放到大选上，因此预计 2020 年贸易争端相较于 2019 年整体也将偏缓和。但中美两个大国落实第一阶段协议条款需要一个时间过程。更为重要的是，中美贸易争端还牵涉大国博弈等更深层的缘由，再考虑特朗普的行事风格。因此，“阶段性协议”并不代表贸易争端的完全消除，变数依然存在，特别是中美两国的争端在较长时间内很有可能常态化存在。

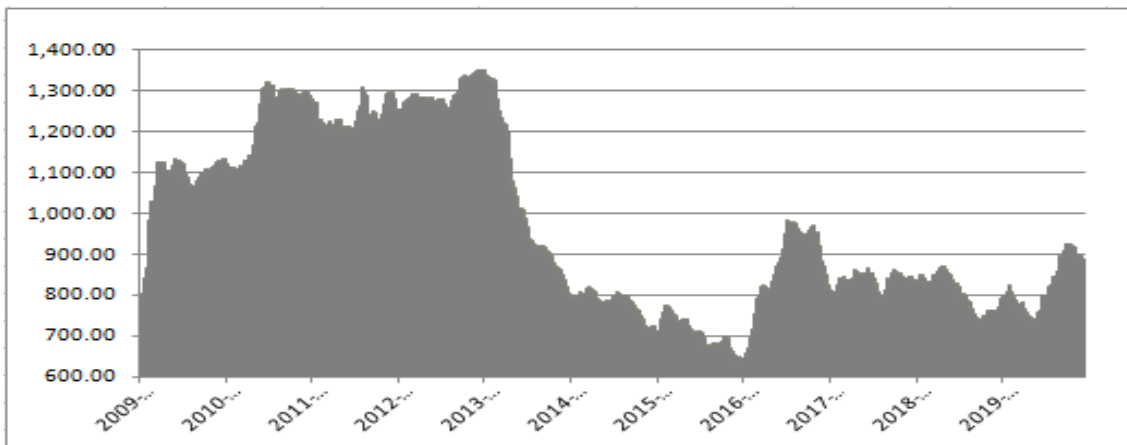
三是，英国后脱欧时期仍潜在不确定性冲击。2019 年 12 月，约翰逊领导的英国保守党以 1987 年以来的最大优势获得大选胜利，赢得议会下院绝对多数席位，约翰逊的脱欧方案将不会受到约束，英国在 1 月 31 日前完成脱欧已成为大概率事件。但随后英欧之间自贸协定谈判仍是一个充满不确定性的过程。英国舆论普遍认为，英欧自贸协定谈判很可能要花 3 至 5 年甚至更长时间。与此同时，英国作为欧盟成员国享受的与加拿大、日本、新西兰等国的自贸协定也需重新商签。这对英国乃至整个欧盟都还存在不确定性的影响，容易引发市场忧虑情绪的波动。

四是，中东地区地缘局势。虽然 2020 年美国的注意力会转向国内大选，对中东的掺和会减少。但中东地区地缘风险依然存在。2019 年沙特产油设施遇袭和伊朗油轮遇袭事件显示出中东地区各国之间的张力仍然巨大。2020 年不排除有新的风险因素突然爆发。

2、基金持仓兴趣不同程度回升，黄金 CFTC 多头已接近十年高位，白银持仓信心不坚定。

黄金方面，一是从美国 SPDR Gold Trust 基金公司的 ETF 持仓来看，2019 年是自 2016 年后又一个 ETF 持仓有明显增长的年份。2019 年末 SPDR 的 ETF 持仓接近 900 吨，基本脱离了近年来的相对低位。但从近十年来 SPDR 的持仓水平来看，这仍是一个中间偏下的水平（见图 12）。基于当前分析，预期 2020 年 ETF 持仓大幅回落的概率偏低。

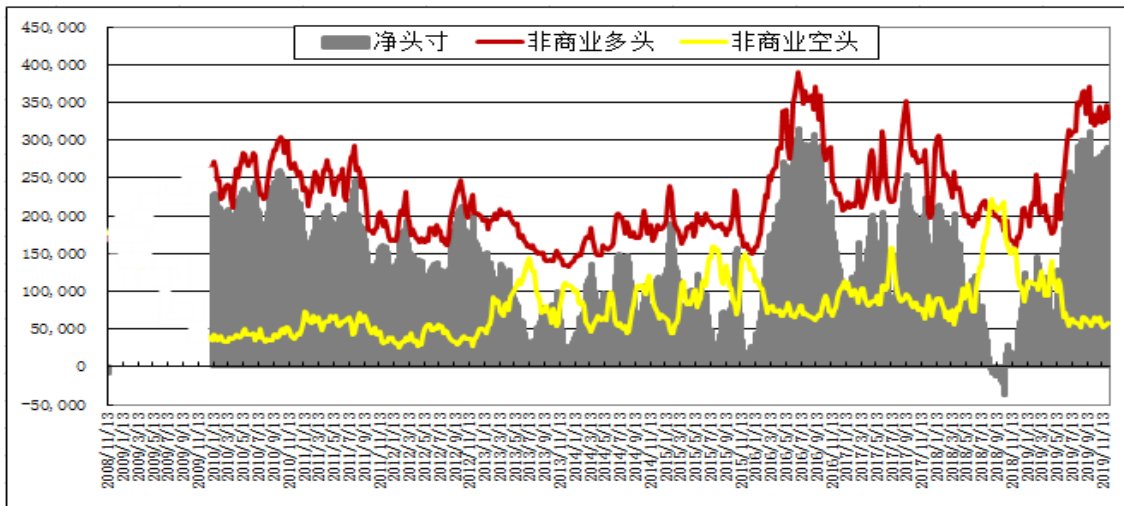
图 12: SPDR 黄金 ETF 持仓



(数据来源：倍特期货)

二是，CFTC 的 COMEX 黄金非商业持仓报告显示，2019 年黄金非商业净多头寸出现了较大的增长，为黄金价格的上涨提供了动能。目前 CFTC 非商业多头和净多已处于近十年的历史高位附近，这将制约来年进一步增持的想象空间（见图 13）。

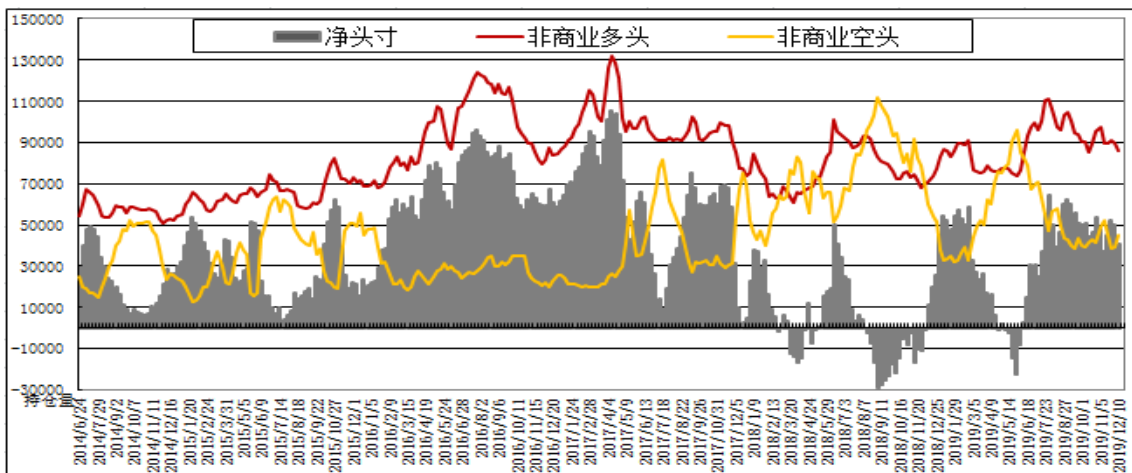
图 13: COMEX 黄金非商业持仓



(数据来源: CFTC 倍特期货)

白银方面，从 CFTC 公布的 COMEX 白银非商业持仓数据来看，2019 年年中白银非商业净头寸一度转为净空。2019 年 7、8 月份，随着多头的快速增持和空头的减仓，白银非商业净持仓再度转为净多并一度超过年初高点，四季度又有所回落。这种变化说明白银多头持仓信心不坚定（见图 14）。但经历了 2017、2018 年间多次出现净空头局面后，目前稳定在净多状态的时间是近两年来相对最长的。由此来看，目前多头信心相对前两年还是有一定的恢复。另外，相对历史净多峰值，还有较大的距离，也留下了增持的空间。

图 14: COMEX 白银非商业持仓



(数据来源: CFTC 倍特期货)

3、股指 2020 年上半年预计不会带来太大的避险刺激，变数只有看下半年

从全球股指表现来看，目前道指继续新高，国内上证指数还处在相对低位（见图 15）。展望 2020 年，受全球宽松政策的滞后效应，中美贸易第一阶段协议签署的蜜月期，以及特朗普参加大选拉票的需要，预计在 2020 年上半年全球股指表现不会太差，至少不存在太大的下跌风险；下半年随着美国选情的变化，道指出现变化的概率会高一些。

图 15：道琼工业及上证指数月线图



（数据来源：文华财经）

4、原油价格预计不会对黄金价格造成显著影响。

一般情况下，原油价格与黄金价格具有正相关关系。因此，原油价格也是黄金价格的一个参考因素。

根据全球几大权威机构分析，2020 年原油仍将在需求减少与减产之间寻求平衡。一方面由于全球 GDP 增速有预期下降，导致 2020 年原油需求预期下调。另一方面，在 2019 年底的 OPEC 与非 OPEC 产油国部长级监督委员会 (JMMC) 会议上，就扩大减产达成一致，2020 年一季度 OPEC+ 将额外减产 50 万桶/日，从而令减产规模扩大至 170 万桶/日。在这种背景下，高盛将预计 2020 年布伦特原油价格为 63 美元/桶，长期价格预计为 55 美元/桶；预计 2020 年 WTI 原油价格为 58.5 美元/桶，长期价格为 50 美元/桶。标普预计 2019-2020 年的 WTI 原油价格为 55 美元/桶；世界银行预计 2020 年原油价格预期为 58 美元/桶。这些预期价格与当前原油价格相比落差不大（见图 16）。此外，国际能源署 (IEA) 署长则认为，在原油供应充足条件下，预计明年油价不会有较大的调整。因此，预计 2020 年原油价格不会对黄金价格形成显著影响。

图 16：布伦特原油及美原油价格走势图

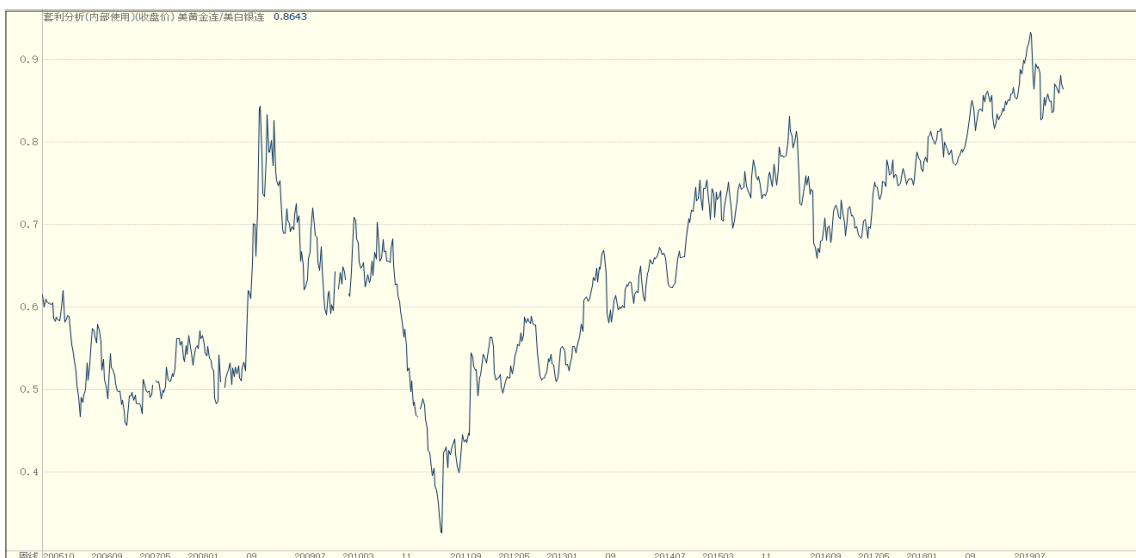


(数据来源：文华财经)

5、金银比价在创出历史新高后回落

黄金和白银的比价，在 2019 年 6 月创出历史新高后，下半年以回落为主（见图 17）。综合前述情况分析，预计 2020 年，金银比价难以再创新高，且潜在收缩可能。

图 17：黄金白银比价变动轨迹



(数据来源：彭博财经)

三、技术面分析

(一) 黄金月线上调整未否定上涨趋势，形态上 COMEX 金上方空间大于沪金。

从 COMEX 黄金及沪金指数的月线图来看（见图 18），2019 年二三季度黄金价格的上涨，让国内外黄金的月均线在六年多来再度恢复为多头排列，月 MACD 也进入 0 线之上的强势区域。虽然 2019 年四季度以来价格进入调整走势，但尚未否定 2019 年形成的上行趋势。同时，在 2019 年价格的上涨过程中，国内国际黄金价格突破了多个中长期的重要技术位，这些被突破的技术位在 2020 年将成为期价回调时的重要支撑。另外，从空间结构来讲，由于在 2019 年中沪金上涨幅度领先于 COMEX 黄金，导致技术上沪金在 2020 年的回调空间大于 COMEX 金，而上涨空间小于 COMEX 金。2020 年主要技术位参考：COMEX 金指数中期的主要支撑区 1400-1360，重要压力参考 1580、1800；沪金指数中期主要支撑依次参考 310、290；中期主要压力 365。

图 18: COMEX 金和沪金指数月线图



(数据来源：文华财经)

(二) 白银中期形态转强，但还未完全摆脱大区间性质。

从 COMEX 白银及沪银指数的月线图来看（见图 19），2019 年国内外白银走出一波阶段上涨行情，白银期价自 2016 年来时隔近三年再次站上月均线系统，月均线系统出现金叉，月 MACD 回到 0 线之上的强势区域，中期技术形态出现转强特征。但从大技术形态看，却都还有大区间性

质。相对而言，由于沪银在 2019 年的上涨更显强劲，期价一度突破了 2016 年创下的阶段高点。因此，沪银的区间表现为上倾的平行区间；COMEX 白银还远未达到 2016 年的阶段高点，技术上仍属于横向的大区间。2020 年，在技术上可以月均线系统为中期行情的强弱分界线：只要能守住月均线系统，则震荡看涨；反之，继续反复拉锯。更大的想象空间则要先寄希望于对现有大区间的进一步突破。2020 年主要技术位参考：COMEX 白银中期支撑 15.5-15，压力 21.2；沪银指数中期支撑区 3900-3800，压力参考 5000。

图 19: COMEX 银和沪银指数月线图



(数据来源：文华财经)

四、2020 年金银走势展望及结论

2020 年金银关键词：经济下行却不悲观、降息减频、通胀温和、美国大选

综上所述：2020 年，对于全球经济增速下行风险的悲观程度将不及 2019 年，全球进一步降息频率有望降低，中美贸易达成第一阶段协议后紧张局势阶段性缓和、英国脱欧的不确定性降低，国内外股指在宽松滞后效应和地缘缓和的情况下，上半年暂无大跌风险，这些因素导致黄金、白银上行动能出现阶段性的弱化。但经济下行忧虑并不会完全消除，货币政策仍有望中性偏宽松，通胀有望温和回升，地缘方面不仅中美贸易和英国后脱欧时期的不确定性不能完全消除，中东局势和下半年美国大选还是潜在的重大刺激，基金对金银的持仓兴趣相对前两年出现恢复。总体来看，2020 年虽然金银强势能动有阶段性减缓的倾向，但强势根基仍将存在，再结合金银中长期技术特征，预计

2020 年黄金白银价格仍将维持在相对强势之中！

相对而言，由于黄金、白银供求面、基金持仓结构以及商品属性上的差异，预计 2020 年黄金白银比价难以再度扩大，且有收缩的预期。此外，在美元调整预期和人民币偏稳预期之下，国际国内两个市场之间预计仍将出现差异。尤其是黄金，预计将由 2019 年的内强外弱转为 2020 年的外强内弱。

具体观点及年度主要技术参考：

黄金：2020 年强势格局有望维持，全年总体走势“先抑后扬”概率大，国际市场预计强于国内市场。2020 年主要技术位参考：**COMEX 金**中期的主要支撑区 **1400-1360**，重要压力参考 **1580、1800**；**沪金**指数中期主要支撑依次参考 **310、290**；中期主要压力 **365**。

白银：强势格局有望保持，2020 年内先按大区间内的偏强运行对待。只有当价格有效打破大区间，才有更大的想象空间。2020 年主要技术位参考：**COMEX 白银**中期支撑 **15.5-15**，压力 **21.2**；**沪银**指数中期支撑区 **3900-3800**，压力参考 **5000**。

❏ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，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。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com