

## 圣诞假期前贵金属出现异动 来年一季度行情值得关

### 注

#### 报告摘要:

当下在圣诞假期前夕，贵金属价格呈异动，金银价格在短小时内呈现出走高的态势，而在此前12月美联储利率决议上，美联储如期宣布维持联邦基金基准利率区间在1.50%-1.75%不变，符合市场预期。从利率声明以及主席鲍威尔的讲话中可以发现，虽然美联储在2020年内或将暂停进一步的降息。但由于通胀水平短小时内达到2%的目标则仍存在一定困难，加之全球范围内央行维持相对宽松的货币政策依旧是主要基调。故此暂时没有十分充分的理由否认美联储将会维持宽松的货币政策，加之当下欧元区所存在的潜在不安因素，这些都将会给贵金属价格提供相对有利的支撑。

此外，根据过往经验，通常而言每年的一季度，贵金属价格呈现出相对较去的概率较大，而这其中主要的原因包括在经历了寒冬之后，在美国方面一季度所公布的经济数据有较大概率将会相对疲弱，此外，此前美联储在3月份的利率决议上便开始调整基准利率的情况也相对罕见，故此贵金属价格在一季度走强的概率相对较高。因此在宽松货币政策依旧大概率为主旋律，并且市场不确定性仍然相对较高的2020年，仍然可以尝试在一季度中积极关注贵金属的做多机会。

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

研究院 有色金属组

研究员

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

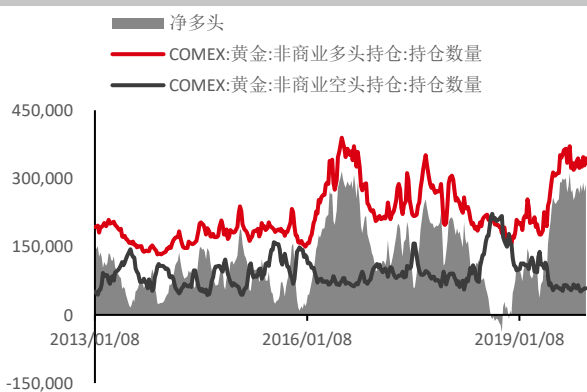
投资咨询号: Z0014806

### 圣诞假期前贵金属出现异动

就在圣诞假期来临之前，贵金属价格在短时期内呈现出了相对较强的上攻，自12月23日当周伊始至截稿时Comex期金累计上涨0.82%，而Comex期银则更是呈现出了2.35%的大幅上攻。实则在本月美联储议息会议结束之后便可注意到，贵金属非商业CFTC净多头持仓又逐渐呈现出上涨的情况，这或许仍反映出虽然在美联储利率声明中表示或将在2020年间暂停降息举措，但市场仍因全球范围内相对宽松的货币政策、全球贸易争端以及美国方面大选等相对较多的不确定因素而尚未失去对于贵金属的关注。

图1：黄金CFTC持仓

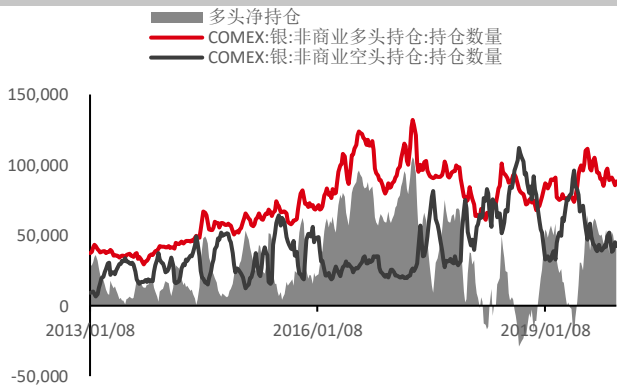
单位：张



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图2：白银CFTC持仓

单位：张



数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 此前多家机构发表对2020年美债收益率预期

在此前的议息会议上，美联储表示在2020年或将暂停进一步的降息，但当下市场不同机构对于2020年美债收益率的变化情况做出了不同的预测。从预期结果上来看，实则存在较大的分歧。其中高盛预计2020年美债收益率将会呈现走高态势，这是由于机构预计经济前景改善以及部分尾部风险的消除（如贸易战、脱欧），收益率曲线“应该会出现陡化走势”，尤其是缺乏政策空间的市场。而持有类似态度的机构包括摩根大通以及美国银行。

但倘若将视线投向美国之外的市场，情况则是出现了较大的不同，尤其在欧洲市场当下以及接近或达到负利率的情况下，机构对于2020年美债收益率的预测显然受到了较大的“环境影响”，如法国兴业银行预计，美国为首的经济放缓和美联储降息100个基点“应使收益率在2020年接近底部或将其推向底部”，甚至有研究人员直言在2020年内欧元区或将进入衰退。

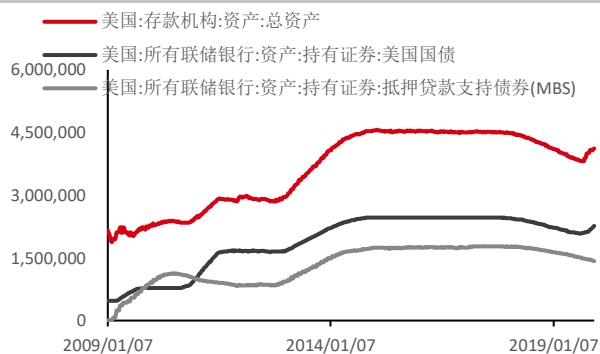
表 1: 机构对于 2020 年底美债收益率预期

机构名称	2 年期	5 年期	10 年期	30 年期
高盛	1.80%	1.90%	2.25%	2.60%
摩根大通	1.60%	1.75%	2.05%	2.50%
美国银行	1.60%	1.65%	1.80%	2.10%
摩根士丹利	1.55%	1.60%	1.75%	2.25%
道明证券	1.35%	1.40%	1.60%	2.25%
蒙特利尔银行	1.05%	1.20%	1.50%	1.75%
汇丰	1.20%	1.35%	1.50%	1.95%
法国兴业银行	0.80%	0.80%	1.20%	1.75%

资料来源: Bloomberg 华泰期货研究院

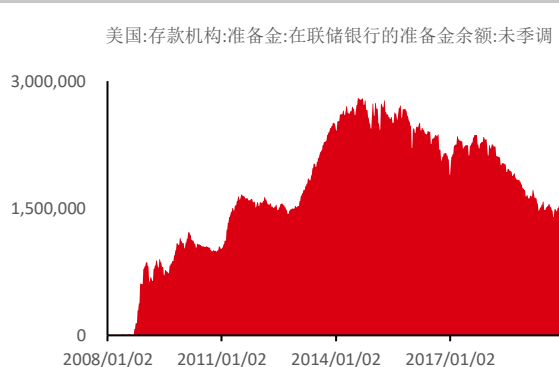
此外, 虽然美联储在 12 月利率声明中提及或将在 2020 年内暂停持续降息的举措, 但却并不意味着宽松货币政策的停止。实则早在今年 9 月之时便以宣布重启公开市场操作 (回购), 并且于 10 月 11 日宣布购买 600 亿短期债券, 表现期支持银行储备充足的决心。故此即便在 2020 年见美联储不再采取任何降息动作, 但 Fed 通过购债快速推升资产负债表的可能性依旧存在。而从美联储资产负债表上也可明显看出, 自 9 月中上旬起, 美联储持有美债快速上升。而随着美联储的购债资产负债表也被快速推升, 配合此间大量的公开市场操作使得银行超额准备金也同时呈现出上涨的情况。就目前看来, 唯独美联储所持的 MBS 规模没有在同一时期内一同呈现出上涨的情况, 不过这似乎也为未来美联储在需要的情况下, 进一步较大公开市场力度留有后手。

图 3: 联储持有资产情况 单位: 百万美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 银行存款准备金 单位: 百万美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表 2: 2019 年 Fed 公开市场操作回顾

时间	具体内容	备注
9 月 17 日	时隔 10 年再次开启公开市场操作	一级交易商可用美债、机构债及 MBS 抵押进行回购交易
9 月 19 日	调降超额准备金及回购利率 30 个基点	每日上限 750 亿 最低回购利率 1.8%
9 月 20 日	新增期限回购	总计新增 3 次 14 天期回购 每次上限 300 亿 最低回购利率 1.85%
9 月 25 日	上调回购上限	上调 9 月 26 日、27 日、30 日上限至 1000 亿
10 月 4 日	延长操作期间	新增 8 次 350 至 450 亿期限回购 延长公开市场操作期限至 10 月 10 日
10 月 11 日	Fed 宣布购买短期国债	自 10 月 15 日前每日购买 600 亿 T-bill 至 2020 年 Q2 维持银行充足的准备金余额

资料来源: Fed 华泰期货研究院

### 全球负利率债券规模虽有回落 但暂时并不至造成宽松货币政策的主基调发生改变

就在上周瑞典央行宣布加息 25 个基点至 0%，结束了持续近 5 年的负利率政策，而目前全球负收益率债券规模已从此前的 17 万亿美元降至当下约 11.5 万亿美元。而这样的情况是否会逐渐像整个欧洲蔓延也成为了当下市场或需进一步关注的内容。

通常而言，各个国家或地区实施负利率的主要原因无法是稳定本币汇率，防止本币出现过大幅升值从而影响出口贸易。另一方面变是为了实现中长期的通货膨胀目标，如曾经的瑞士央行便曾明确表示过希望通过实施负利率政策维持瑞士法郎对欧元汇率在 1.20 的最低水平。而日本央行以及此前的欧元区央行则是受困于长期的通胀水平偏低甚至出现通货紧缩的困扰而实施了负利率的政策。但时至今日，日本以及欧元区内的通货膨胀水平偏低的情况依然未能得到有效的改变。故此在这样的情况下，贸然退出宽松货币政策势必会使得区域内经济状况再度面临较大的风险。

以欧元区为例，目前欧元区再融资利率已经下调至 0 的水平，并且各期限公债收益率大多呈现出负值的情况。而这样的情况实则存在较大的隐患。由于央行货币政策对于短端国债收益率的调控有着相对明显的效果，但是对于长端国债收益率而言，调控能力则相对较弱。以美联储为例，虽然在 2019 年内曾经出现过长短期国债收益率倒挂的情况，但是在经历了连续 3 次的降息动作之后，短端国债收益率被有效控低，从而化解了收益率倒挂的状态。但反观欧元区内的情形则是有着较大的区别，由于当下欧元区的再融资利率已经下降至 0，故此倘若此后欧元区内部公债收益率同样呈现出倒挂的情况，那么欧央行将很难再通过调整基准利率的手段进行纠正，而只得以及其他诸如量化宽松等手段进行调整，并且效果也难以得到保证，由此可见若欧元区出现收益率倒挂的情况，则似乎是非常难以解决的问题。

并且虽然此前公布的 11 月欧元区制造业 PMI 指数录得小幅回升，但总体依旧处于较低的位置，而服务业 PMI 则是继续呈现出走低的态势。

由此可见，上文中那些身处欧元区内的机构对于 2020 年经济的展望情况显然不像美国方面那般乐观这一情况似乎也相对较能理解，而这或许也预示着 2020 年欧元区内部的因素或将会成为推动贵金属行情走强的相对重要的力量。

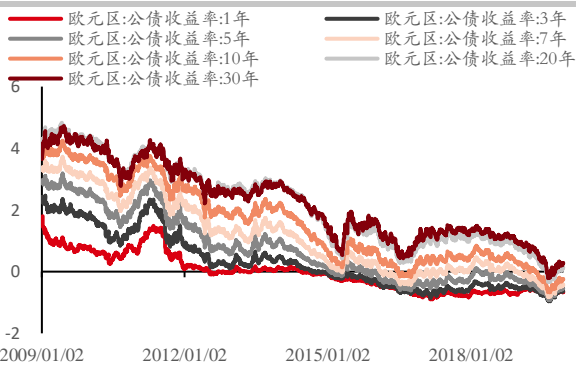
表 3: 全球央行基准利率情况

	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	当下
发达市场														
美国	+0.25							-0.25		-0.25	-0.25			
欧元区														0
日本														-1.00
英国														0.75
加拿大														1.75
澳大利亚						-0.25	-0.25				-0.25			0.75
新西兰						-0.25			-0.50					1.00
挪威			+0.25				+0.25			+0.25				1.50
瑞典		-0.25											+0.25	0.00
新兴市场														
印度		-0.25		-0.25	-0.25				-0.35		-0.25			5.15
印尼								-0.25	-0.25	-0.25	-0.25			5.00
马来西亚					-0.25									3.00
菲律宾					-0.25				-0.25	-0.25				4.00
韩国							-0.25				-0.25			1.25
中国台湾														1.38

泰国	+0.25			-0.25		-0.25	1.25
俄罗斯	+0.25		-0.25	-0.25		-0.50	-0.25 6.25
巴西			-0.50	-0.50	-0.50		-0.50 4.50
墨西哥	+0.25				-0.25	-0.25	-0.25 7.50
土耳其			-4.25		-3.25		16.50
南非			-0.25				6.50

资料来源: Wind 公开信息 华泰期货研究院

图 5: 欧元区公债收益率 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 欧元区 PMI 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 往年一季度贵金属走势汇总

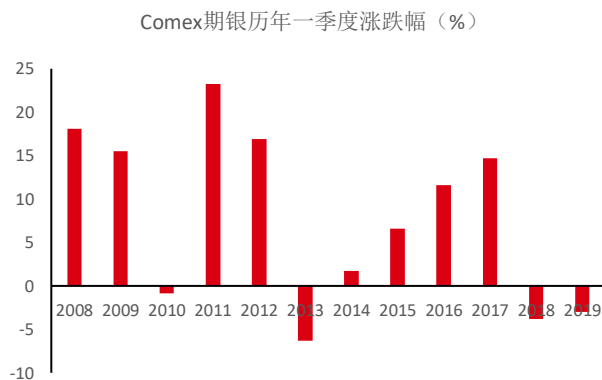
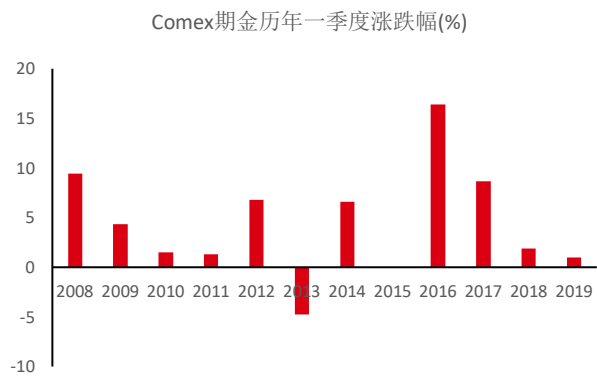
根据过往经验, 通常而言每年的一季度, 贵金属价格呈现出相对较去的概率较大, 而这其中主要的原因包括在经历了寒冬之后, 在美国方面一季度所公布的经济数据有较大概率将会相对疲弱, 此外, 此前美联储在 3 月份的利率决议上便开始调整基准利率的情况也相对罕见, 故此贵金属价格在一季度走强的概率相对较高。

具体来看, 自 2008 年金融危机以来至今的 12 年间, Comex 金银在历年一季度呈现出上涨概率的情况分别为 83.33%与 66.67%, 并且即便是在为数不多的年份中, 贵金属价格在一季度的下跌也通常较为有限, 甚至鲜有超过 5%的情况, 但录得的上攻幅度却经常在 10%

甚至 20% 以上。因此在宽松货币政策依旧大概率为主旋律，并且市场不确定性仍然相对较高的 2020 年，仍然可以尝试在一季度中积极关注贵金属的做多机会。

图 7: Comex 期金历年一季度涨跌幅 单位: %

图 8: Comex 期银历年一季度涨跌幅 单位: %



数据来源: 华泰期货研究院

数据来源: 华泰期货研究院

### 结论与操作建议

综上所述，在 12 月美联储议息会议之后，总体而言对于美联储在 2020 年继续维持相对宽松货币政策仍或是相对较为大概率的事件，主要原因是通胀在短时期内回升至 2% 的目标水平存在一定难度，叠加当下全球范围内央行均在采取相对宽松的货币政策，使得美国方面轻易停止货币宽松政策的代价或将较大。

此外，行情的引爆点在 2020 年间也有较大概率来自欧元区，并且目前欧元区的利率水平已经处于极低的位置。欧央行所能采取的手段实则较为有限，并且也有机构直言 2020 年欧元区或将面临进一步的衰退。因此对于 2020 年，虽然存在诸如中美贸易争端以及美国大选等风险因素，但同样不宜忽略来自欧元区内部的潜在不安因素。

就操作而言，正如上文所言，可在 2020 年一季度适当布局贵金属多头头寸。



## ● 免责声明

此报并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2019版权所有并保留一切权利。

### 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)