

2020年4月8日 星期三



美元流动紧张缓解

金价将高位震荡

联系人 李婷
电子邮箱 li.t@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

要点

- 虽然目前欧美国家的新增病例已现拐点,但疫情对经济产生的负面影响还将继续,市场避险需求仍然存在。美国就业情况恶化也将使得量化宽松将持续更长时间,这必将支撑贵金属价格的中长期价格走势。
- 在美联储推出无限量QE之后,近期美元流动性紧缺程度有所缓和,前期打压贵金属价格的因素或将消散,贵金属价格止跌反弹。目前贵金属仍处于剧烈波动之后的修复期,短期可能继续呈高位震荡走势。
- 预计4月COMEX期金近一个月主要波动区间在1550-1750美元/盎司之间、COMEX期银的主要波动区间在14-16.5美元/盎司之间。
- 投资策略建议:沪金银等待逢低做多的机会
- 风险因素:经济恢复好于预期;美联储调整政策

目录

一、贵金属行情回顾.....	4
二、贵金属价格影响因素分析.....	5
1、美国就业恶化，经济面临考验.....	5
2、欧元区制造业遭受重创，加码刺激政策.....	5
三、市场结构及资金流向分析.....	7
1、金银比价变化.....	7
2、黄金原油比价变化.....	8
3、期现及跨期价差变化.....	9
4、贵金属库存变化.....	9
5、金银 ETF 持仓分析.....	11
6、CFTC 持仓变化.....	12
四、行情展望及操作策略：.....	13

图表目录

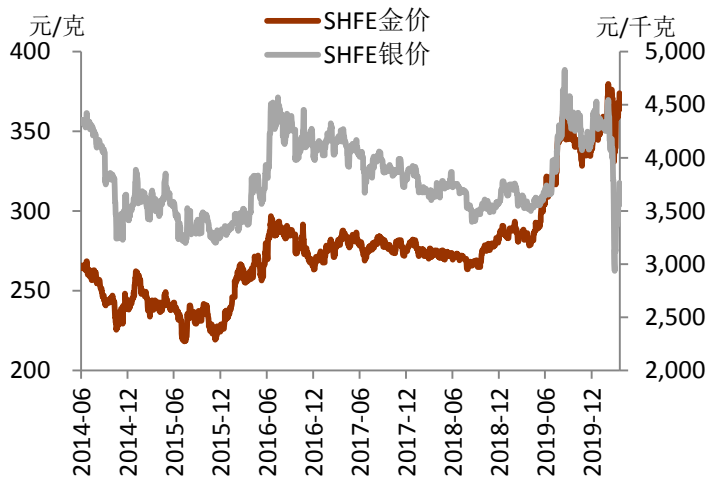
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美国实际利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	6
图表 6 全球主要经济体经济意外指数	6
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	6
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	6
图表 9 美国失业率变化	7
图表 10 金价与 VIX 指数变化	7
图表 10 美国就业情况变化	7
图表 11 美元指数与美国联邦基金利率变化	7
图表 11 COMEX 金银比价变化	8
图表 12 沪期金银比价变化	8
图表 13 原油/黄金比价变化	8
图表 14 金价与油价走势对比	8
图表 15 COMEX 期金与伦敦金价差变化	9
图表 16 沪期银与沪银 T+D 价差变化	9
图表 18 COMEX 黄金库存变化	10
图表 19 COMEX 白银库存变化	10
图表 20 上海黄金交易所白银库存变化	11
图表 21 上海期货交易所白银库存变化	11
图表 23 黄金 ETF 持仓变化	12
图表 24 白银 ETF 持仓变化	12
图表 25 CFTC 黄金净多头持仓变化	12
图表 26 CFTC 白银净多头持仓变化	12

一、贵金属行情回顾

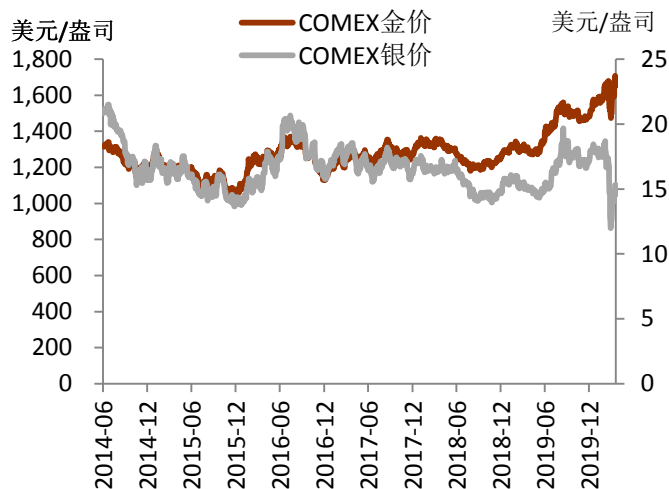
3月贵金属价格宽幅震荡，呈V型走势。因疫情在海外蔓延使得欧美经济衰退风险增加，3月初美股连续大跌，美联储紧急降息，推动国际金价再度上探1700美元/盎司的整数关口。而后原油价格接连暴跌，美股几次触发熔断，美元流动性紧张，美元指数持续走强，贵金属遭到抛售，金价最低跌至1450美元/盎司一线。3月15日，美联储紧急降息至零，扩大QE规模，美元流动性逐步改善，金价触底反弹。再加上疫情恶化使得供应端受扰，COMEX期金快速上涨再次冲刺1700美元/盎司的整数关口。月末，市场的恐慌情绪缓解，金价高位震荡。COMEX黄金期货主力合约3月波动幅度超过250美元，月度涨幅仅为0.24%。OMEX白银期货主力合约3月份跌幅超过15%。白银价格明显弱于黄金。

进入4月初，COMEX期金冲高回落，在站上1700美元/盎司，创七年新高后出现回调。整体呈现高位震荡的走势。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

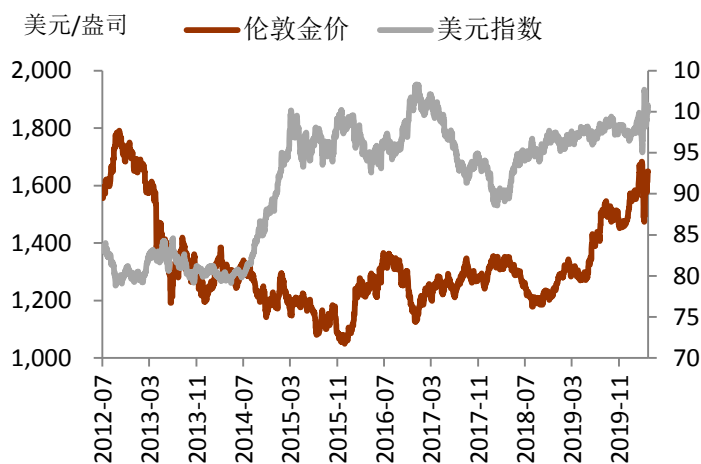


图表2 近5年COMEX金银价格走势

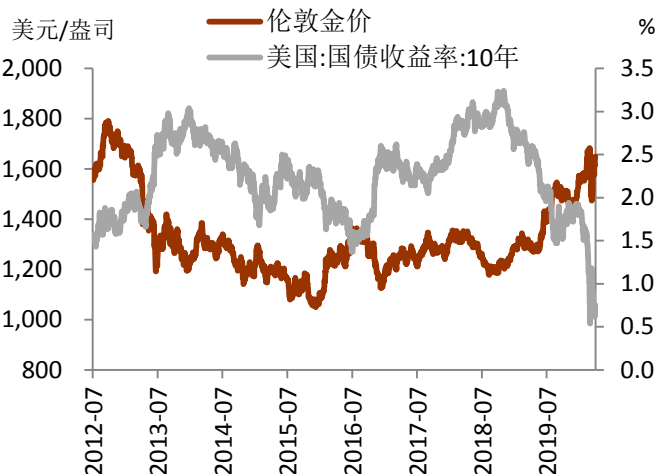


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表3 金价与美元指数走势变化



图表4 金价与美国实际利率走势变化



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

二、贵金属价格影响因素分析

年初爆发持续至今的新冠疫情对全球经济造成严重打击，市场恐慌加剧，金融资产普遍下跌。美联储史无前例地推出无限量 QE，美元流动性紧缺得到缓和，金融市场终于止跌。各国央行跟随美联储纷纷加码刺激政策。各国防疫措施的加强，目前疫情在欧美已得到一定程度的控制。

1、美国就业恶化，经济面临考验

受疫情影响，3月美国企业活动进一步萎缩，触及纪录低点。美国3月Markit制造业PMI初值49.2，跌入萎缩区间，为2019年7月以来首次，该数值也创下2009年以来新低，预期42.8，前值50.7。3月Markit服务业PMI初值为39.1，创历史新低，低于预期和前值。美国3月ISM制造业PMI为49.1，预期45，前值50.1。虽然高于预期，但是已低于50的荣枯线位置。其中，新订单指数下跌7.6点至42.2，为2009年3月以来的最低点，就业指数跌至43.8，为2009年5月以来最低。说明美国制造业也开始有衰退迹象，在海外新冠疫情暂未看到拐点之际，制造业PMI数据可能进一步向下。

美国失业人数大增，经济面临考验。由于限制出行导致商业活动受限，在3月21日当周及3月28日当周，美国当周初请失业金人数分别为330.7万人及664.8万人，远超预期，2008-2009年全球金融危机期间的最高数值也仅为66.7万人。美国3月季调后非农就业人口-70.1万人，预期-10万人，前值27.3万人。3月的失业率数据则从前值3.5%上升至3月的4.4%。虽然4.4%的失业率在美国历史上不算很高。但是短短两周内，美国民众爆发式的失业潮，远远超过历史极值，将为美国经济带来较大压力。在居民储蓄率较低的美国，突然面临大面积失业潮，也将从需求端对服务业造成更大负面影响，预计未来失业率仍将走高。数据进一步证实新冠肺炎疫情爆发已经重创美国经济，预计美国经济将在二季度大幅萎缩。

经济数据加速恶化引发美股持续大幅下挫，美联储紧急降息并未能缓和市场恐慌，又推出无限量QE，宣布降息100BP，将利率下调至0%-0.25%的目标区间，并表示未来几周至少将资产负债表扩大7000亿美元，以及海外央行大规模货币互换计划。上周五，美国总统特朗普正式签署2万亿美元经济刺激法案，用于应对新冠肺炎疫情对美国经济的冲击。美国财政政策和货币政策并举继续加码刺激经济。经济恶化使得量化宽松将持续更长时间。

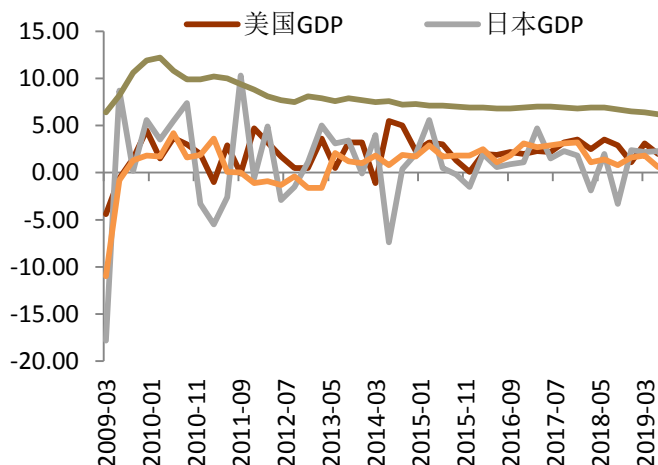
2、欧元区制造业遭受重创，加码刺激政策

欧元区3月制造业PMI出现暴跌。3月欧元区Markit制造业PMI由2月一年高点49.2大幅降至44.5，已连续15个月低于枯荣线，创下2012年7月以来的新低。主要是因为防疫的封锁措施导致产量和订单下降。其中，制造业产出创下2009年4月以来最大降幅，新订单降幅也达到了近11年来最高水平。从成员国来看，德国3月Markit制造业PMI终值

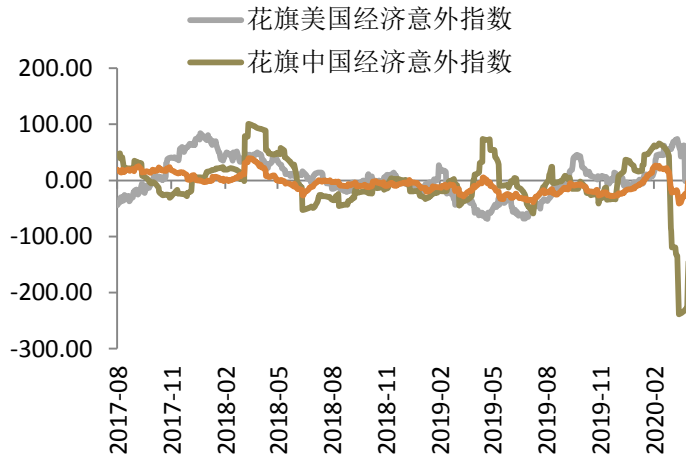
录得 45.4，创下近 11 年以来最大降幅，因疫情使得该国工厂关闭；法国 3 月 Markit 制造业 PMI 终值录得 43.2，跌至 7 年新低，产出和新订单下降的幅度为全球金融危机以来首见，同时疫情对经济环境的影响加剧，令需求和供应侧同时被破坏。欧洲疫情最严重的西班牙和意大利也分别创下了 2013 年 4 月和 2009 年 4 月以来的新低。此外，脱欧的英国的 3 月制造业 PMI 录得 47.8，创 2012 年 7 月以来新低。虽然欧元区 3 月制造业 PMI 创下七年半的新低，但全球供应链正受到各地工厂倒闭的严重影响，预计 4 月欧洲制造业 PMI 数据会继续恶化。

在美联储宣布无限量宽松政策之后，各国央行纷纷加码刺激政策，出台新一轮财政和货币政策措施。欧洲央行官员表示：将尽一切所能确保欧元区金融市场良好运作，以及货币政策能发挥作用；如有需要，欧洲央行准备采取更多措施。欧洲国家最大刺激是德国，批准 7500 亿欧元疫情应对方案，政府预算将六年来首现赤字。此外，日本央行宣布买入 2016 亿日元 ETF，与上次持平，均为纪录新高。新西兰也史上首次推出 QE。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

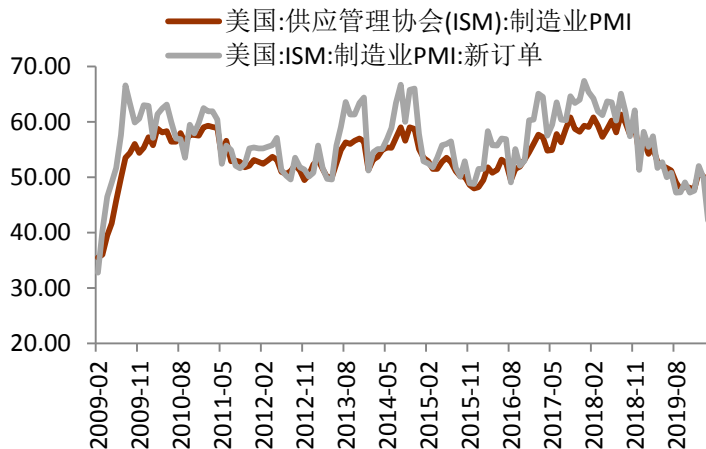


图表 6 全球主要经济体经济意外指数

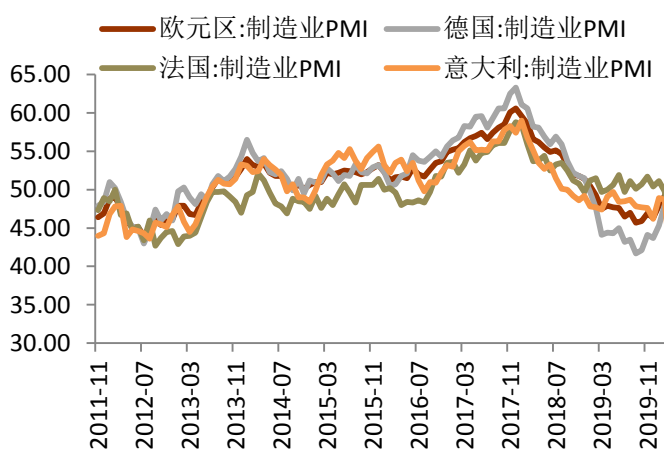


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

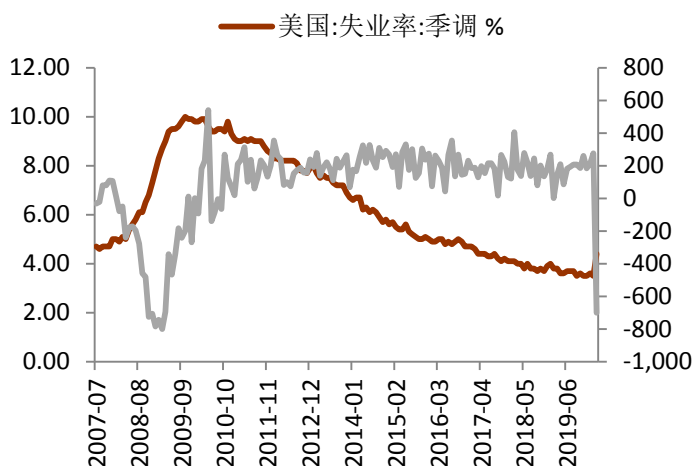


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

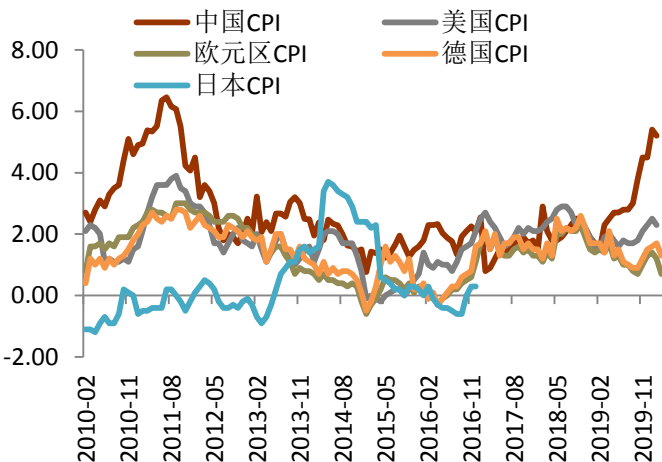


资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化

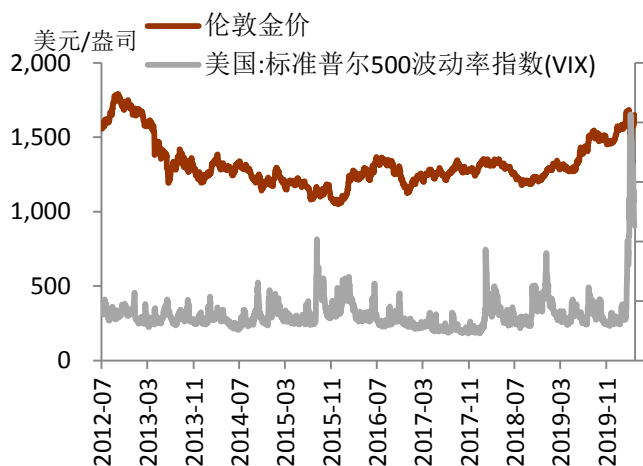


图表 10 主要经济体 CPI 变化

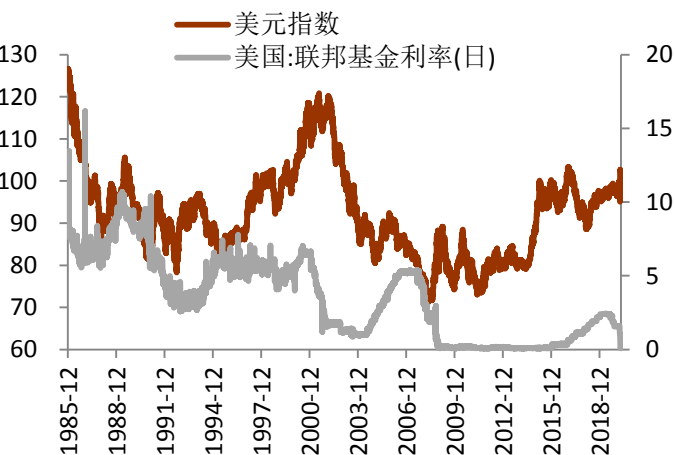


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 10 金价与 VIX 指数变化



图表 11 美元指数与美国联邦基金利率变化



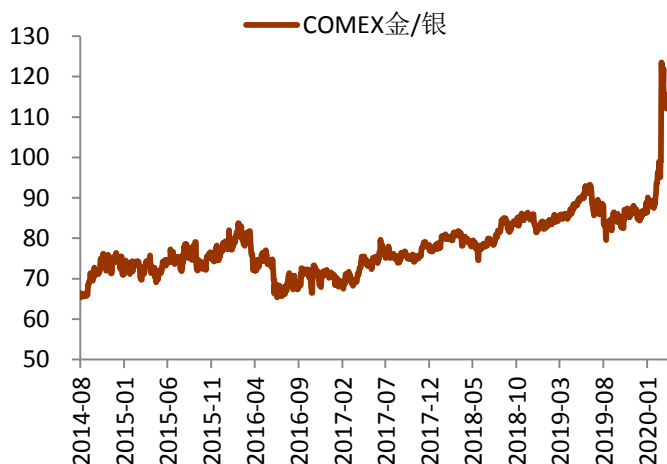
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

近几年黄金价格走势整体强于白银，金银比价一直呈震荡走高的趋势。COMEX 金银比价从去年 9 月份 75 的低点持续走强不断再创历史新高，在今年 3 月下旬一度升高至 120 上方。近期金银比随着金价的回调有所下降，但依然在 110 的高位。整体来看，在目前全球经济遭受大家而前景黯淡，及地缘政治等风险因素频发的背景下，黄金价格会持续强于白银，预计金银比价将继续走高。

图表 11 COMEX 金银比价变化



图表 12 沪期金银比价变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

2、黄金原油比价变化

今年的新冠肺炎疫情对全球经济造成严重打击，原油需求预期愈发悲观，叠加 OPEC+ 未达成减产协议，3 月原油价格跌势凶猛，NYMEX 原油期货月度跌幅达 55.59%。而黄金价格保持强劲，黄金原油比价不断创新高，在 4 月初达到 80 一线，这有史以来的最高位。近期随着金融市场的止跌企稳，原油价格从 20 美元/桶的低位反弹至 25 美元/桶附近，黄金原油比价也回调至 68 一线。随着美国页岩油公司的破产增多，及主要产油国将协议联合减产，预期供给下降会部分抵消了萎缩的需求量，而目前原油价格重心已经大幅下移，预计继续下跌空间有限。考虑到全球经济下行压力，供需面整体趋宽松，原油将会持续低位震荡。即使 OPEC 会议达成联合减产也难以有效提振油价。

图表 13 原油/黄金比价变化



图表 14 金价与油价走势对比



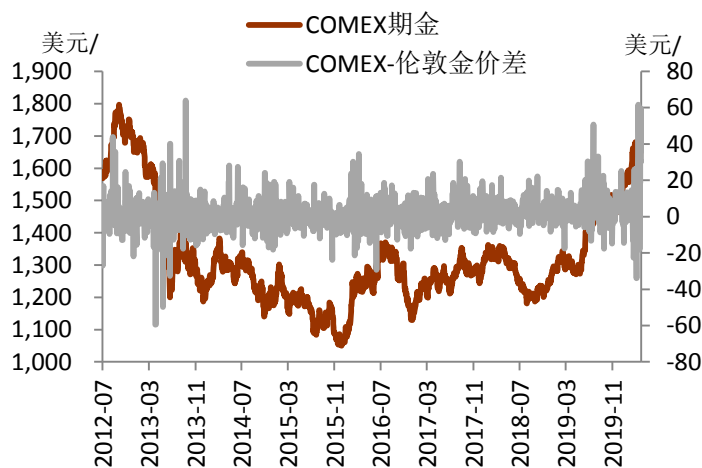
资料来源：Wind，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

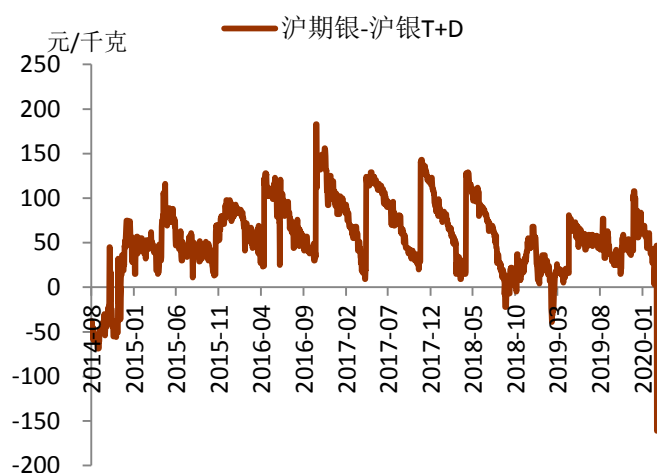
且自疫情爆发以来，COMEX 黄金价格持续高升水于伦敦现货黄金。3 月下旬 COMEX 期金对伦敦现货金的升水快速扩大，一度升水超过 60 美元。主要是因为疫情影响贵金属炼厂关闭将使得全球范围内的实物黄金供应大幅下降，一些金币金条等产品甚至出现断货的状况。很多国家的航班停飞又限制黄金运往美国，难以满足 CME 黄金合约交割的要求。CME 的交割金条标准是 100 盎司。伦敦金银市场协会(LBMA)和其它一些主要银行因此要求 CME 允许伦敦尺寸 400 盎司的金条被用来交割。虽然随后 CME 宣布推出一项新的黄金期货合约，以缓解黄金供应途经受阻导致的价格波动，但这并没有马上对市场起到安抚作用，COMEX 黄金价格依然持续高于伦敦现货黄金。说明市场依然担心炼厂关闭及物流限制可能妨碍金条向美国付运，以至于无法满足交割规定。

3 月 18 日，沪期金主力合约对沪金 T+D 出现 160 元的贴水，是因为当时又出降增值税传闻，国内含税价的白银期货价格便大幅走弱。随着传闻减弱，白银期现价差也回归至正常范围。

图表 15 COMEX 期金与伦敦金价差变化



图表 16 沪期银与沪银 T+D 价差变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

4、贵金属库存变化

因疫情影响，黄金供应出现紧张。3 月 COMEX 仓库里可交割的黄金库存维持在 870 万盎司左右，远低于 COMEX 期金 4 月合约的未平仓合约数量。这种罕见的期货高升水激励更多的交易商增加可交割黄金仓单。自 CME 上周末推出一份新合约以来，该交易所的黄金库存已比上月跃升近超过 80%，比去年同期增加了 1 倍。目前近 160 万盎司的库存为多年的高位。这说明市场上实际并不缺少黄金。

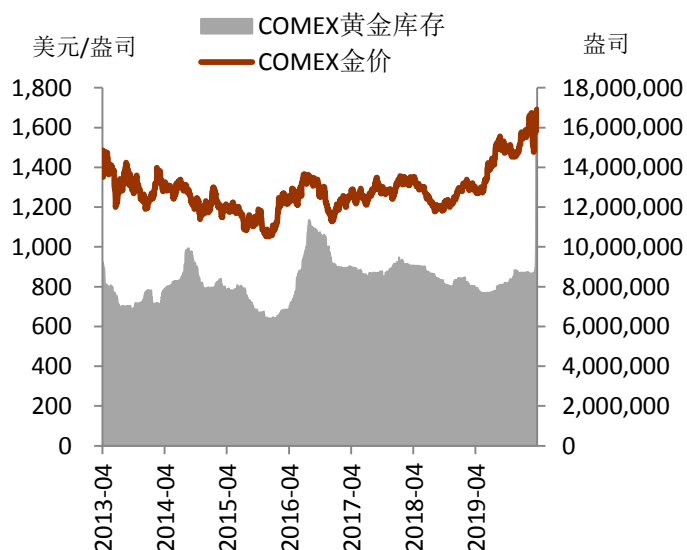
COMEX 白银期货的库存的处于高位但变化不大，目前有 3.21 亿盎司，与上月减少 0.33%，同比增加 5.63%。国内的白银库存持续高位，特别是上海黄金交易的白银库存持续增加至 3700 多吨，而上海期货交易所的白银库存的从去年 10 月份开始持续增加至 3 月中旬达 2487 吨后开始下降。目前国内两大交易所的白银库存维持在近 6000 吨。

图表 17 COMEX 贵金属库存变化

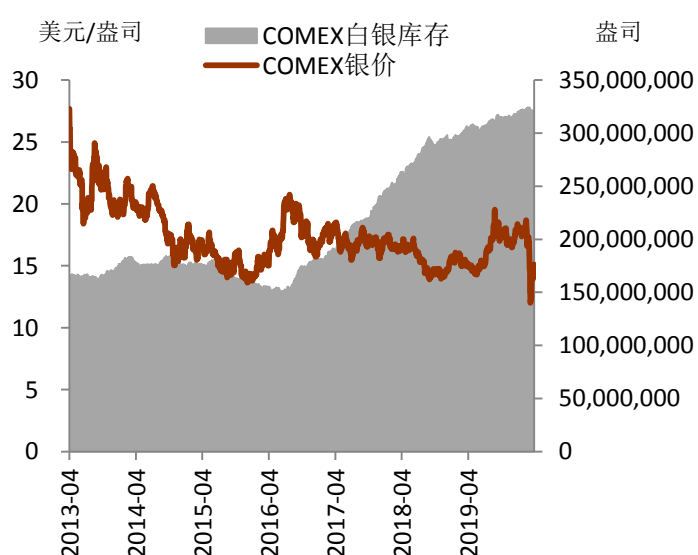
	2019/4/8	2020/3/5	2020/4/6	较上月 增减	变化率	较去年 增减	变化率
黄金(盎司)	7973533	8667406	15911934.63	7244529	83.58%	7938402	99.56%
白银(千盎司)	304501.6	322690.8	321617.38	-1073	-0.33%	17116	5.62%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 18 COMEX 黄金库存变化

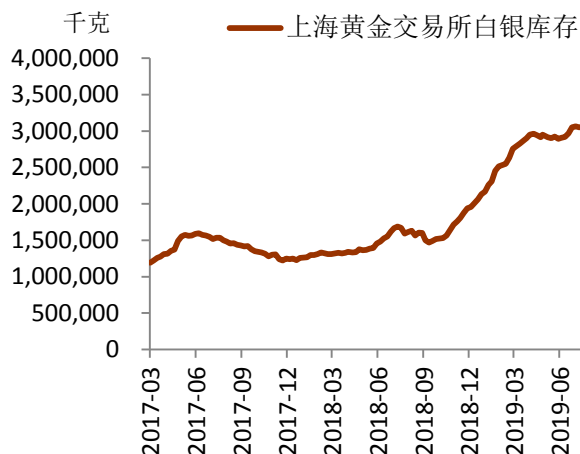


图表 19 COMEX 白银库存变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 20 上海黄金交易所白银库存变化



图表 21 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

5、金银 ETF 持仓分析

黄金白银 ETF 的持仓变化一直都滞后于金银价格的变化。金银价格在 9 月触及近十年的高点之后开始回调，全球黄金 ETF 总持仓量也在今年第三季度创下了历史新高之后，在第四季度有所下降。截至 11 月底，全球黄金 ETF 的持仓量为 2529 吨，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持有量 895.6 吨。全球白银 ETF 的持仓量为 2879444 吨，全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 11527540 吨。黄金白银的 ETF 持仓较去年同期都有明显的增加，特别是黄金 ETF 的增量，是今年影响黄金需求增加的重要因素。但受金银价格回落影响，11 月黄金白银 ETF 持仓都比上月出现减少。

随着今年金价的上涨，黄金 ETF 也已于 1 月中旬的冲击中恢复，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持有量重新站上 900 吨上方，并持续增加至 985 吨，同比增加 5.3%，比去年增加 30%。全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 11282 吨，与上月基本持平。比去年同期增加 17.5%。根据我们的长期跟踪，黄金 ETF 的持仓变化一直都滞后于黄金价格的变化。在金价不断走高的趋势下，预计黄金 ETF 的持仓量还会继续增加。

图表 22 贵金属 ETF 持仓变化

单位：吨	2019/4/17	2020/3/4	2020/4/6	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2238.69	2719.70	2845.47	126	4.62%	607	27.10%
SPDR 黄金持仓	761.67	934.52	984.26	50	5.32%	223	29.22%
ETF 白银总持仓	15978.79	18875.00	18897.73	23	0.12%	2919	18.27%
ishares 白银持仓	9600.37	11316.40	11282.68	-34	-0.30%	1682	17.52%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 23 黄金 ETF 持仓变化



图表 24 白银 ETF 持仓变化

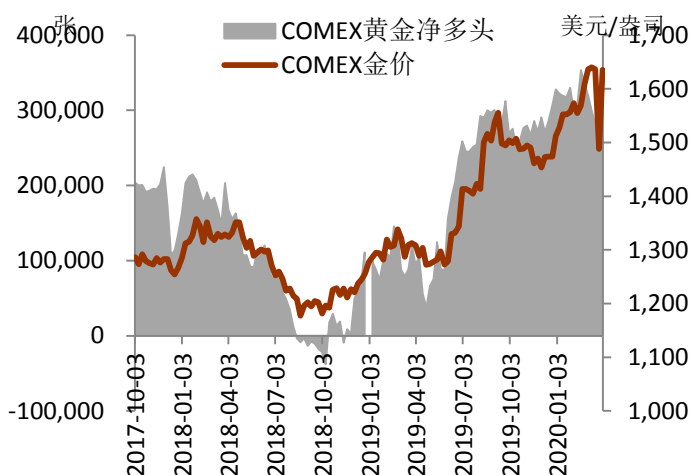


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

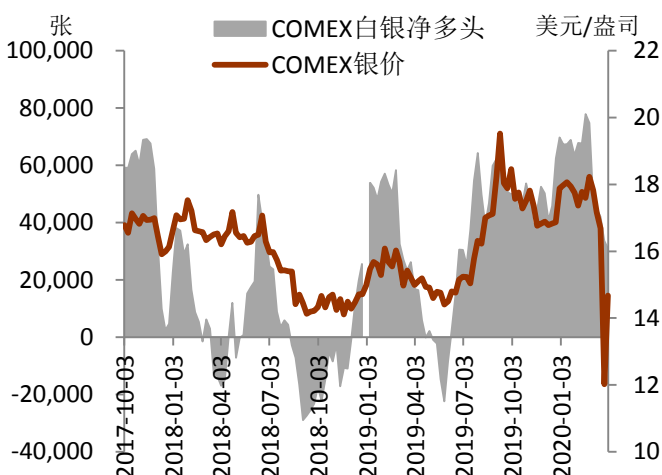
6、CFTC 持仓变化

根据 CFTC 的公布的数据, COMEX 黄金期货的非商业性净多单从 3 月中旬就高位下降, 截至 3 月 31 日, COMEX 黄金期货的非商业性净多为 258849 张, 比 3 月 18 日的高位 343649 张明显下降。COMEX 白银期货的非商业性净多头寸持仓为 3 万张, 比 3 月 18 日的高位 7.87 万张下降超过一半。黄金白银的价格与 COMEX 黄金白银期货净多头合约的变化明显正相关性。整体看来, 黄金白银期货的非商业性净多头寸已从高位回落。多头拥挤的头寸已经消化了一些, 短期来看, 风险不大。

图表 25 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 26 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略：

虽然目前欧美国家的新增病例已现拐点，但疫情对经济产生的负面影响还将继续，市场避险需求仍然存在。美国就业情况恶化也将使得量化宽松将续更长时间，这必将支撑贵金属价格的中长期价格走势。

在美联储推出无限量 QE 之后，近期美元流动性紧缺程度有所缓和，前期打压贵金属价格的因素或将消散，贵金属价格止跌反弹。目前贵金属仍处于剧烈波动之后的修复期，短期可能继续呈高位震荡走势。

预计 4 月 COMEX 期金近一个月主要波动区间在 1550-1750 美元/盎司之间、COMEX 期银的主要波动区间在 14-16.5 美元/盎司之间。

投资策略建议：沪金银等待逢低做多的机会

风险因素：经济恢复好于预期；美联储调整政策

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，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。