



近期贵金属价格大跌的原因解析

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

主要观点

总而言之，我们预期美元指数将继续上涨是我们预判贵金属价格将继续下跌的主要原因。我们美元看涨美元指数的阶段性走的逻辑主要是以下三点：一是是欧元区疫情的恶化助推美元指数走强，二是资金正在持续流入美元指数期货多头，三是美德长债利差大幅反弹也支撑美元指数。

我们认为维持之前的观点：当前贵金属仍处于阶段性调整格局。国际金价将在此轮下跌中跌破前期1850美元的低点，会继续下探1800美元/盎司一线寻求支撑。波动率更大的白银价格会继续呈现更加猛烈的跌幅，可能下挫至20美元/盎司一线。

我们在 2020 年 9 月 3 日撰写了贵金属月报《美元存反弹动力，金银仍处于调整格局》，如报告中所预期，9 月贵金属价格呈回调走势，COMEX 期金主力合约回调至 1850 美元/盎司一线获得支撑而止跌反弹。在 2020 年 10 月 14 日撰写的贵金属月报《美财政刺激计划难以落地，金银仍处于调整格局》中分析：当前欧美疫情再次爆发，而美国财政刺激政策预计在 11 月大选结束前都难以落地，后续市场风险情绪抬升的可能性增加，近期美元指数大概会反弹，这将压制贵金属价格走势。在 2020 年 10 月 28 日的日报中我们再次提示：预计在接下来美元指数的波动率将会加大，金银将面临方向性选择。当晚贵金属价格即再度出现大幅下挫。市场的走势再次验证了我们的预判。

在此，我们将更加详细的分析我们预判贵金属价格大幅下跌的原因，帮助大家更好的把握投资机会。

一、欧元区疫情恶化，助推美元指数走强

从今年年初开始，疫情的不断反复牵动这市场变化。今年 6 月以来，美元指数的大跌主因是因为美国疫情二次爆发，而当时欧洲疫情防控较好，美欧之间的疫情错位压制美元指数持续大幅下挫。进入 9 月后，随着欧洲疫情的不断发酵，美国疫情得到控制新增病例持续下降，美元指数开始上涨。虽然 10 月美国疫情再度抬头，但当前欧洲疫情的恶化程度更加严重。

根据约翰霍普金斯大学最新公布的统计数据，截至北京时间 10 月 26 日 16 点，全球新冠肺炎确诊病例为 43018215 例。上周（10 月 19 日-10 月 25 日）全球新增确诊病例首次突破 300 万例（3034395 例），新增死亡病例 40447 例，为 6 周新高。上周发达国家新增确诊较前一周增加 42%，新增病例 1576993 例，自 5 月 10 日以来再次超过发展中国家。其中欧洲发达国家上周新增病例 1064897 例，首次破百万；美国新增病例 481372 例创新高。从过去 7 日每百万人平均新增病例来看，欧洲主要发达国家（除德国）疫情蔓延的速度已经超过美国，其中法国上周更是达到美国峰值的近 3 倍。

近期美国、德国、法国、意大利、西班牙单日确认感染新冠病毒的人数创下历史最高纪录。法国已实施新版全国性封锁政策；德国总理默克尔同意实施为期一个月的局部封锁，意大利政府在两周内三次升级防疫措施。考虑欧洲二次疫情蔓延较快，新增确诊病例大幅高于上一波疫情的峰值，且管控措施不断加强，预计欧洲服务业和消费受影响较大，现阶段欧洲经济的复苏还受疫情冲击较为明显。随着天气转冷及流感季到来，多地已迎来秋冬季的病例“激增潮”，疫情防控压力陡增。

当前美国疫情三次爆发形势也较为严峻，美国单日新增病例也高于之前一波疫情的峰值。预计今年四季度美国经济的复苏进程将会受到三次疫情影响而放缓。但整体来看，当前美国疫情的比欧洲相对较好一点，欧洲疫情防控压力更大，美欧之间的疫情状况会继续收敛，将支撑美元指数走强。

图表 1 欧美主要国家每日新增病例（百万）（7 日均值）



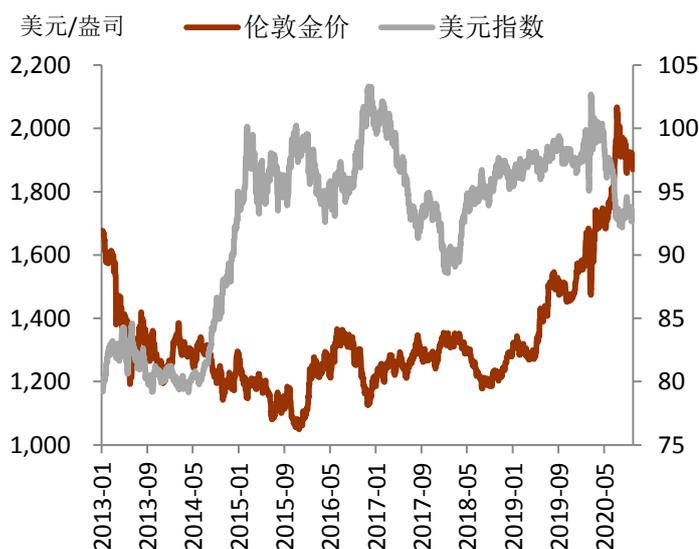
资料来源：约翰霍普金斯大学、世界银行

二、资金在持续流入美元指数期货多头

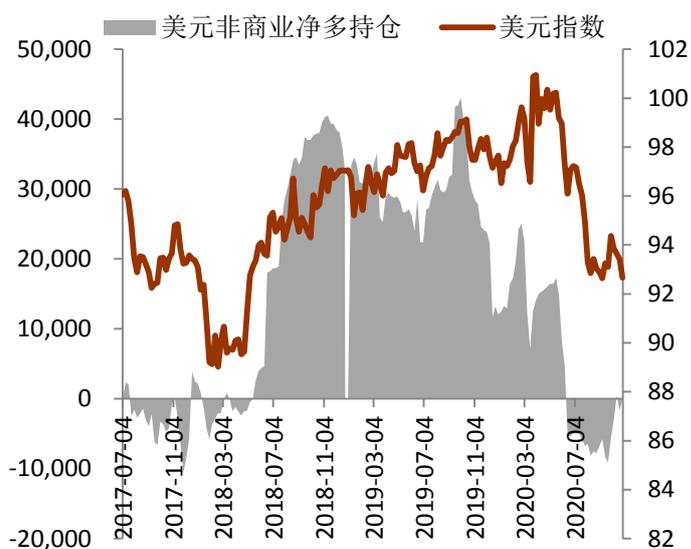
资金流向是助推行情的最直接因素，美元指数期货的非商业性净多单持仓的变化一直领先于美元指数的变化。

从 CFTC 的统计数据来看，此轮美元指数期货的非商业性净多头寸的阶段性高点在 2019 年 10 月初，然后就开始明显减少，虽然有过反弹，但高点在不断下移。美元指数在今年 3 月达到 102.99 的两年多高点之后就开始大幅下挫，下挫的过程中也伴随着美元指数期货非商业性净多头寸的快速下降，并在 6 月中旬由之前的持续两年的净多持仓转变为净空持仓。在 8 月 11 日当周，CFTC 公布的美元指数期货的非商业性持仓将为净空 8182 张，处于历史低位，接近 2008 年金融危机时的最低位。随之而来的是美元指数也在今年 8 月底跌至 91.7 的近两年低位。我们在 9 月份的月报中指出过，处于极值的美元指数期货头寸随时可能出现反转。之后美元指数的非商业性净空单确实开始减少，说明资金在持续流出美元指数期货空头、流入美元指数期货多头，美元指数也在 9 月份出现了反弹。截至 CFTC10 月 20 日的最新统计数据，美元指数期货的非商业性净持仓仍为净空单 1666 张，但已经接近于空转多的状态。从资金流向的延续性来看，预计资金会继续流入美元指数期货多头，美元指数可能将持续反弹，这将压制贵金属价格阶段性走势。

图表 2 金价与美元指数负相关



图表 3 美元指数与美元指数净头寸变化



资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

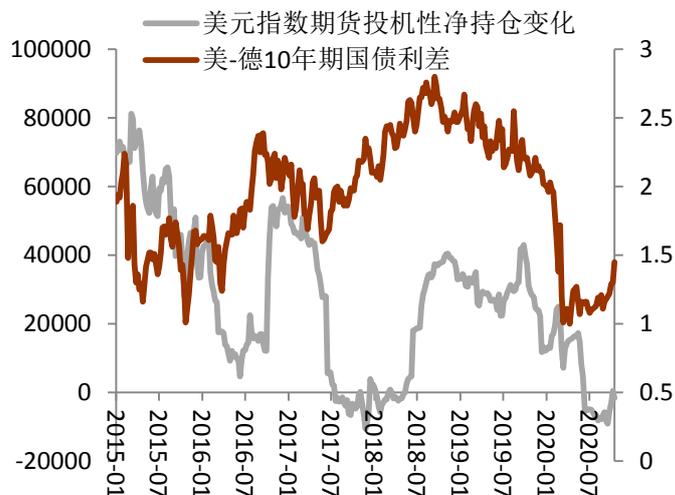
三、美德长债利差大幅反弹也支撑美元指数

中长期来看,美国与德国 10 年期国债利差的变化领先于美元指数期货非商业性持仓的变化。从今年 4 月 14 日以来,美国 10 年期国债的与德国 10 年期国债的利差从 1% 反弹至 1.45%, 上涨了 45 个基点。其中,10 年期美债利率反弹贡献 15 个基点,10 年期德债利率下行贡献 30 个基点。推动这个利差反弹的主要原因是德债利率下行,而不是美债利率上行。究其原因,在欧元有效汇率居高不下的背景下,可能通过压低长期德债利率而直接改变市场对美元的押注方向。美国和德国长债利差大幅反弹是美元更有力的支撑。

图表 4 美国、德国 10 年期国债收益率走势变化



图表 5 美德 10 年前国债收益率利差开始触底回升



资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

总而言之，我们预期美元指数将继续上涨是我们预判贵金属价格将继续下跌的主要原因。我们美元看涨美元指数的阶段性走的逻辑主要是以下三点：一是是欧元区疫情的恶化助推美元指数走强，二是资金正在持续流入美元指数期货多头，三是美德长债利差大幅反弹也支撑美元指数。

我们认为维持之前的观点：当前贵金属仍处于阶段性调整格局。国际金价将在此轮下跌中跌破前期 1850 美元的低点，会继续下探 1800 美元/盎司一线寻求支撑。波动率更大的白银价格会继续呈现更加猛烈的跌幅，可能下挫至 20 美元/盎司一线。

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。