

2020年6月2日 星期二



经济复苏预期增强

金弱银强格局将持续

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

要点

- 随着各国重启经济,部分经济数据止跌回升,但经济前景仍存在高度不确定。当前海外疫情存在二次爆发的风险,再加上美国种族冲突事件爆发,经济的复苏将是缓慢曲折的过程,预计美联储的零利率政策将维持更长的时间。在全球低利率和避险需求共存的背景下,我们坚定看好金银价格走势。
- 由于市场风险偏好抬升和白银补涨的内在动力并存,5月呈现金弱银强的格局。目前经济复苏预期较强,金价或将持续高位震荡,白银仍有保持强势的空间和动力,预计6月白银价格走势将持续强于黄金,金银比价将继续回调。
- 预计近一个月COMEX期金主要波动区间在1650-1800美元/盎司之间、COMEX期银的主要波动区间在17.5-20美元/盎司之间。
- 投资策略建议:逢低做多白银,或继续做空金银比价
- 风险因素:海外疫情二次爆发

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、 美国经济重启不确定性加大，货币政策将长期宽松	5
2、 欧元区经济改善，纾困计划金额超预期	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	10
6、 CFTC 持仓变化	11
四、行情展望及操作策略：	12

图表目录

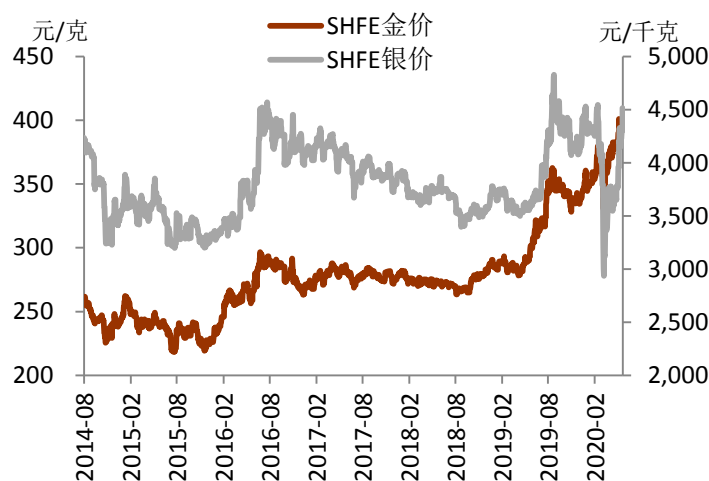
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美国实际利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	6
图表 6 全球主要经济体经济意外指数	6
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	6
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	6
图表 9 美国失业率变化	7
图表 10 金价与 VIX 指数变化	7
图表 10 美国就业情况变化	7
图表 11 美元指数与美国联邦基金利率变化	7
图表 11 COMEX 金银比价变化	8
图表 12 沪期金银比价变化	8
图表 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	10
图表 21 上海期货交易所白银库存变化	10
图表 23 黄金 ETF 持仓变化	11
图表 24 白银 ETF 持仓变化	11
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

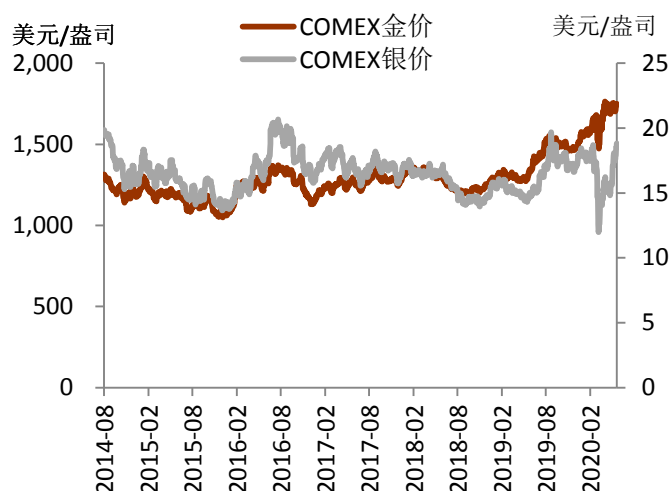
5月金银价格走势大相径庭，金价高位震荡，而银价表现强劲，价格不上走高。截至5月底，COMEX期金主力合约报收于1743美元/盎司，月度上涨2.92%，COMEX期银主力合约报收于18.48美元/盎司，月度上涨22.66%，白银创九年来最大月度涨幅。一方面市场方面是由于多个国家复产复工重启经济，市场的风险偏好抬升的影响。另一方面，银价有补涨的内在需求。

因人民币兑美元汇率在5月出现贬值，国内金价走势强于外盘，沪期金主力合约月度涨幅达3.72%。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

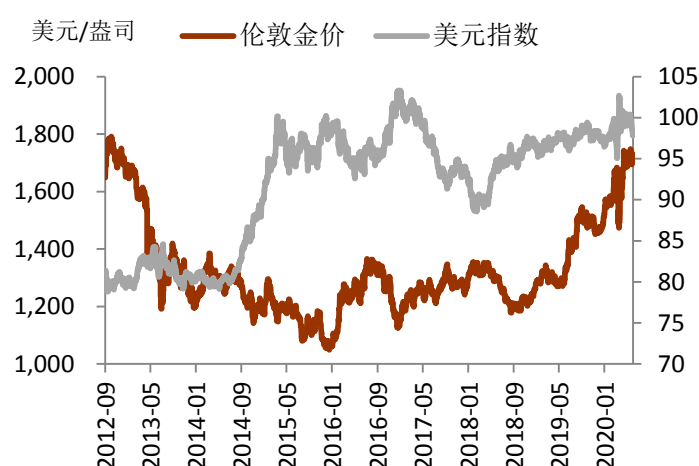


图表2 近5年COMEX金银价格走势

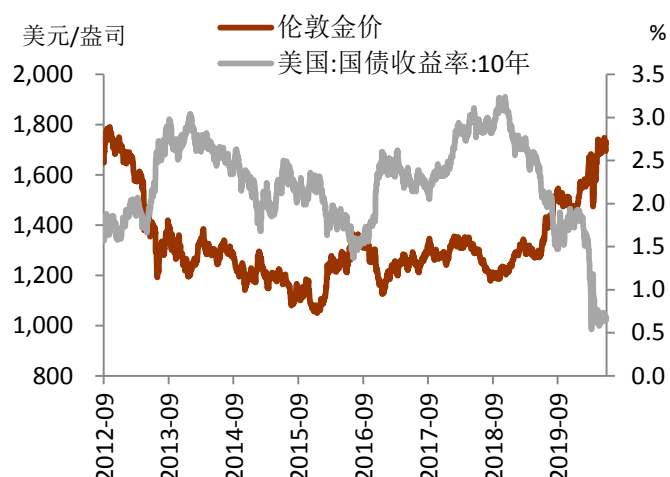


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

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

随着新冠疫情持续趋稳，多国逐步解封重启经济，但也有部分国家和地区已出现疫情反弹情况。经济重启之路并不会十分顺利，重启的进度将较为缓慢且始终存在较大的风险。

1、美国经济重启不确定性加大，货币政策将长期宽松

美国一季度实际 GDP 年化季率修正值为-5%，降幅大于初值-4.8%，创 2009 年以来最大季度跌幅，也是 2008 年第四季度金融危机以来最低水平。美国 4 月耐用品订单环比-17.2%，预期-19%，前值-14.7%；扣除运输的耐用品订单环比-7.4%，预期-14%，前值-0.4%。美国 4 月个人支出月率降-13.6%超预期，录得纪录最大跌幅。美国 4 月 PCE 同比上涨 0.54%，符合预期，前值上涨 1.33%。核心 PCE 同比上涨 1.04%，预期 1.1%，前值 1.69%。随着 5 月份油价回升及各国经济逐步重启，未来通缩的压力有望逐步缓解，4、5 月份通胀水平或为全年最低点。美国 5 月密歇根消费者信心指数小幅回升，表明消费断崖式下行的阶段告一段落，未来将进入修复过程。但值得注意的是，消费者预期指数仍在下行，而且由于未来疫情的不确定性和美国当前的高失业率，居民消费的修复不会出现“V”字型反转，将是一个较为缓慢的过程。

由于美国各州陆续逐步开放经济，美国 5 月出现 PMI 反弹，各项指标有所好转。最新公布的美国 5 月 ISM 制造业 PMI 为 43.1，好于前值的 41.5。最新公布的美国上周初请失业金人数达 212.3 万人，当周初请失业金人数连续下降。过去十周新增失业人数达到 4076.7 万人，超过历史上任何时期的失业人数，相当于美国劳动力的 1/4。但续请失业金人数出现下降，意味着经济活动重启后一些人可以避免申请失业金，表明美国就业市场出现拐点，二季度失业率或为全年最高点，其后将缓慢降低。从近期美国各项经济数据好坏不一，但近日的种族冲突事件给经济增加了经济复苏的不确定性，经济的重启将是长期曲折的过程。

随着美元流动性的持续改善，美联储政策目标越来越集中于对实体经济的支持，以保证重要企业的存活和就业市场的稳定。近期美国众议院同意延长薪资保障计划、并放松支出审核标准，继续为企业提供支持。未来美联储零利率有望持续更长的时间，财政政策可能加大力度。

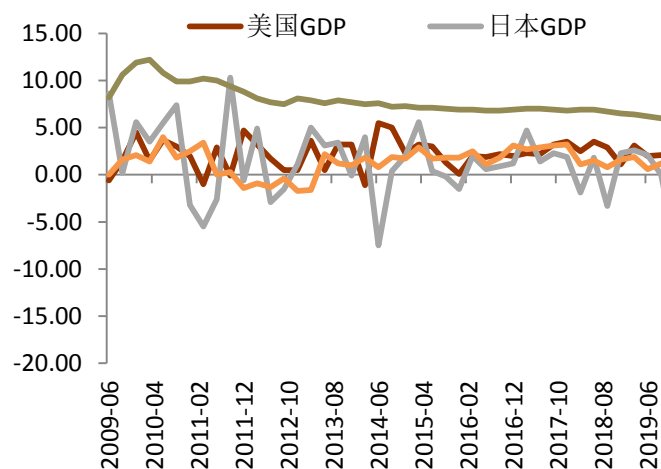
2、欧元区经济改善，纾困计划金额超预期

随着疫情好转防疫限制措施解除，欧洲多个国家逐步开放边境，经济活动在逐步恢复，欧元区制造业 PMI 从 4 月的低位 33.6 回升到 5 月的 39.5，好于预期的 38。欧元区 4 月 CPI 终值同比上涨 0.3%，预期 0.4%，前值 0.4%；环比 0.3%，与预期和前值持平。欧元区 5 月消费者信心指数初值为-18.8，预期为-24，前值有-22.7 修正为-22。欧元区经济景气指数也大幅回升。欧元区 5 月工业景气指数为-27.5，预期为-27；服务业景气指数为-43.6，预期为

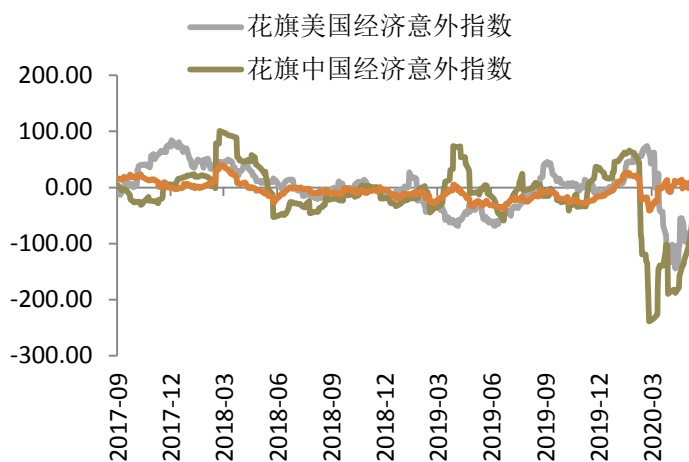
-28.6；经济景气指数为 67.5，预期为 70.3。欧元区 5 月经济指数止跌回升，反映出欧洲经济也结束了自由落体状态，进入缓慢的磨底和修复过程。

欧盟提出动用 7500 亿欧元（相当于欧盟 GDP 的 5%）用于欧洲经济的复苏，其中 5000 亿欧元将以救助款形式分配给欧盟成员国，2500 亿欧元用于放贷。这个数额高于此前市场预期，提振了市场的乐观情绪。欧元和其他非美货币受此乐观情绪影响大幅攀升，欧元走势强劲对美元形成压制。目前，奥地利、瑞典、丹麦、荷兰以及部分国家对该计划仍有不同意见，方案可能将在欧盟峰会上进行进一步协商。欧央行官员表示可能将在下周的会议后宣布扩大资产购买规模。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

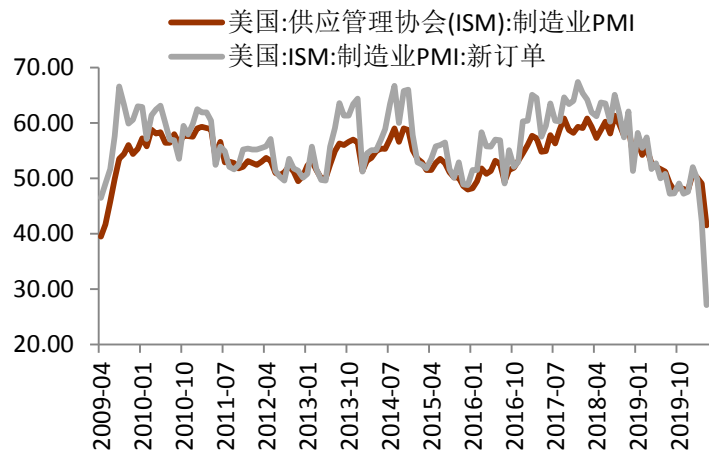


图表 6 全球主要经济体经济意外指数

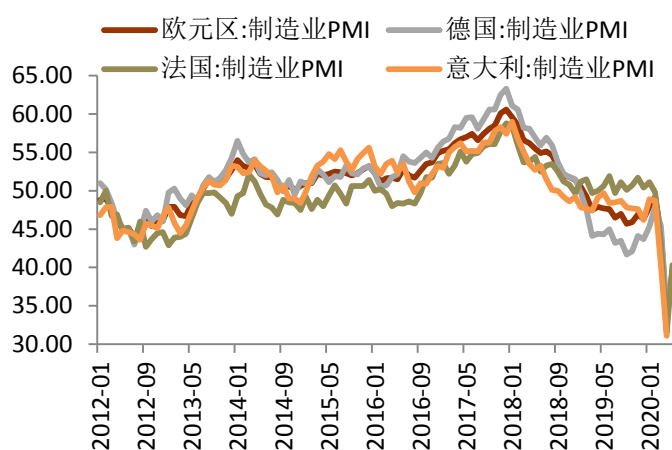


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

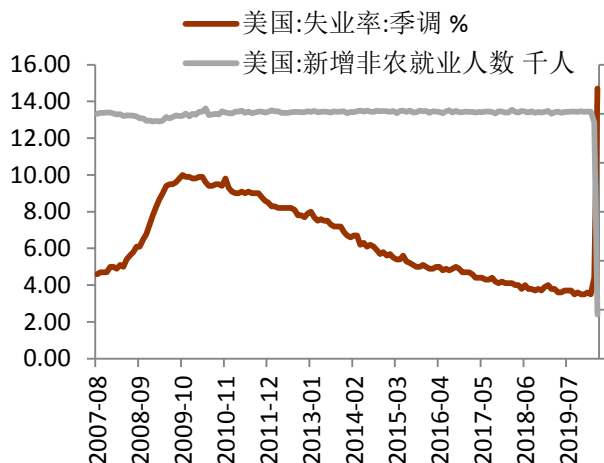


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

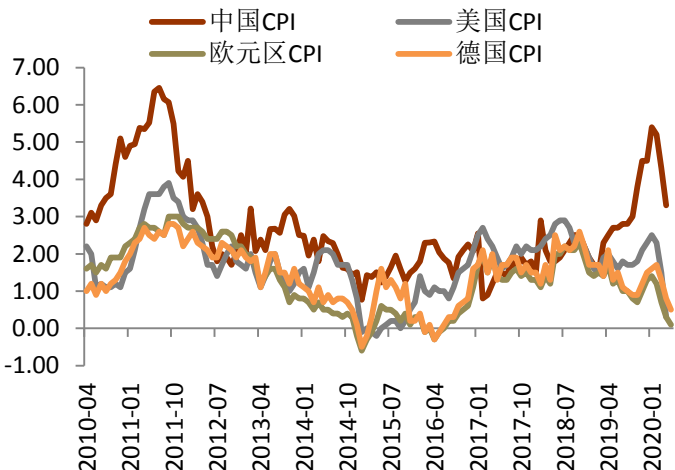


资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化

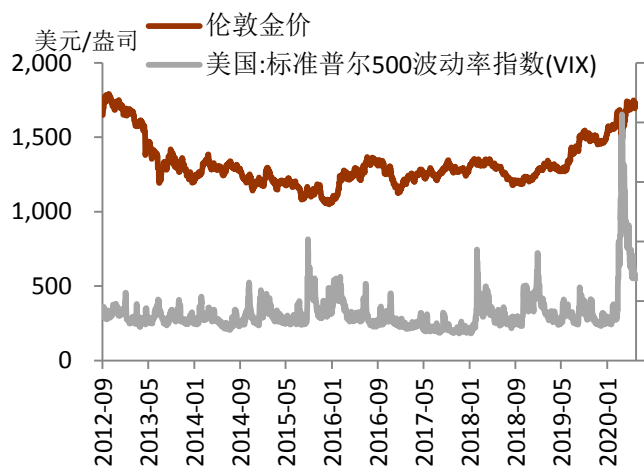


图表 10 主要经济体 CPI 变化

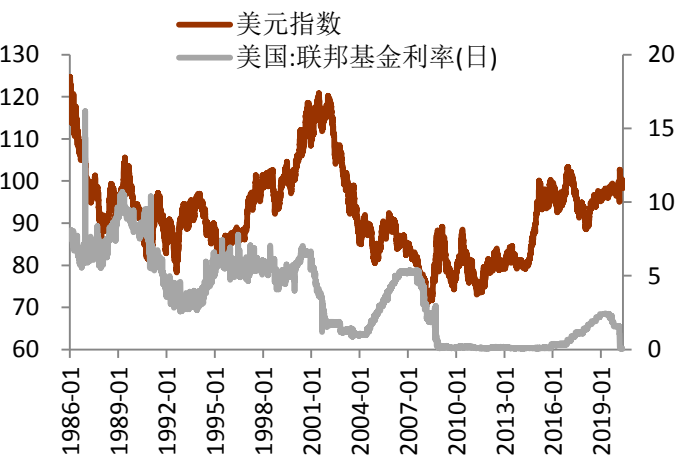


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

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



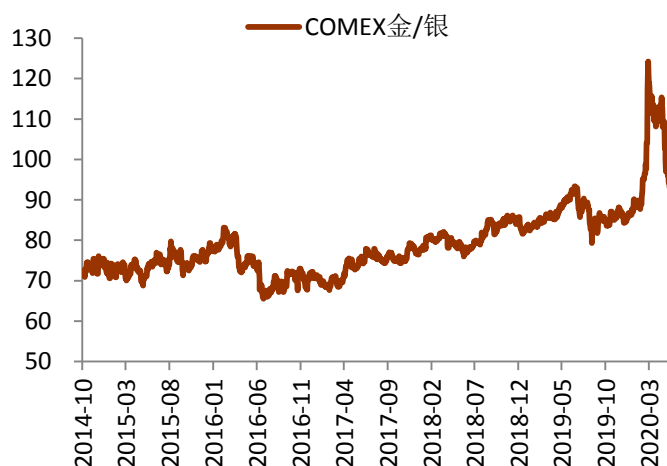
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

金银比价从今年3月中旬124的历史高点开始持续回落。我们在上个月的月报中指出，在疫情出现拐点，经济重启在望，投资者风险偏好抬升的背景下，金银比价可能会持续回调。5月部分经济数据出现好转提振市场信心，再加上市场流动性持续改善，金价高位震荡，而银价补涨需求爆发而走势强劲，金银比价出现大幅，当前金银比价已经回调到93一线，处于正常偏高的水平。目前多个国家开始复工复产，市场对经济复苏的预期增强，预计近期金银比价还会继续回调至90下方。

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

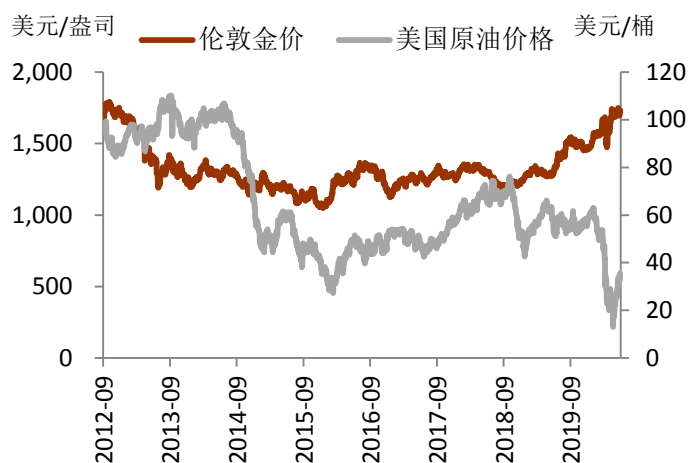
美国原油价格在 4 月出现史无前例的负价格之后，5 月大幅反弹，月度涨幅高达 85%，为有史以来的最大月度涨幅。主要一方面是因为美国原油库存持续下滑，另一方在极端事件的冲击之后油价的自然修复。黄金原油的比价也由 4 月下旬 130 的历史高位快速回落至 50 下方。

近期欧佩克和俄罗斯接近就延长减产协议达成一致，这对油价构成支撑。虽然长期来看原油将保持供需面趋宽松的格局，但短期地缘局势趋紧，欧佩克减产协议延长偏乐观，预计 6 月美油价格持稳 35 美元上方，黄金原油的比价还有下降空间。

图表 13 原油/黄金比价变化



图表 14 金价与油价走势对比

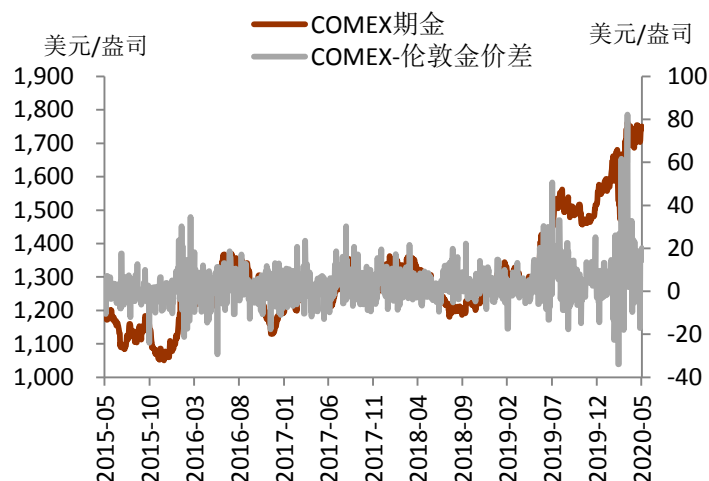


资料来源：Wind，铜冠金源期货

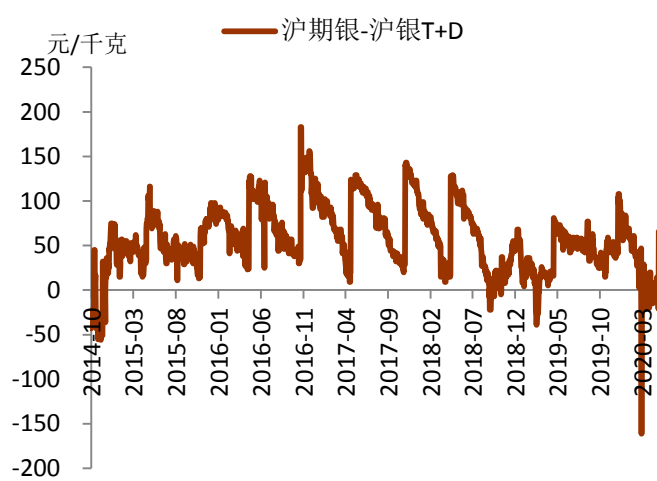
3、期现及跨期价差变化

5月COMEX期金和伦敦现货黄金的价差回归到正常区间,主要在0-20美元/盎司之间。国内黄金白银期货的主力合约在5月中旬换月至2012合约,黄金期货与现货之间的价差出现规律性的扩大,目前沪期金与沪金T+D的价差在2.3元/克,沪期银与沪银T+D的价差在58元/千克,虽处于较高的位置,但仍在正常波动区间内。预计后期国内黄金白银的期现价差会逐步回归。

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

在CME改进交易机制扩大可交割品种之后,COMEX黄金期货的库存从4月初开始快速增加。在5月底已经达到275.15万盎司,为历史新高,比上个月底的库存增加了35%,比去年同期大幅增加258%。增加的库存中大部分都是新纳入交割品种的400盎司的金条。

COMEX白银期货的库存变化不大,有小幅减少的迹象。仍处于高位,目前有3.12亿盎司,比上月减少1.6%,已连续3个月小幅下降,比去年同期增加1.87%。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3980多吨,而上海期货交易所的白银库存3月中旬达到2487吨的高点后开始持续下降至5月20日的2006吨之后,近期又开始缓慢增加,目前有2070吨。目前国内两大交易所的白银库存在4月份小幅下降之后,目前又恢复到6000吨以上。

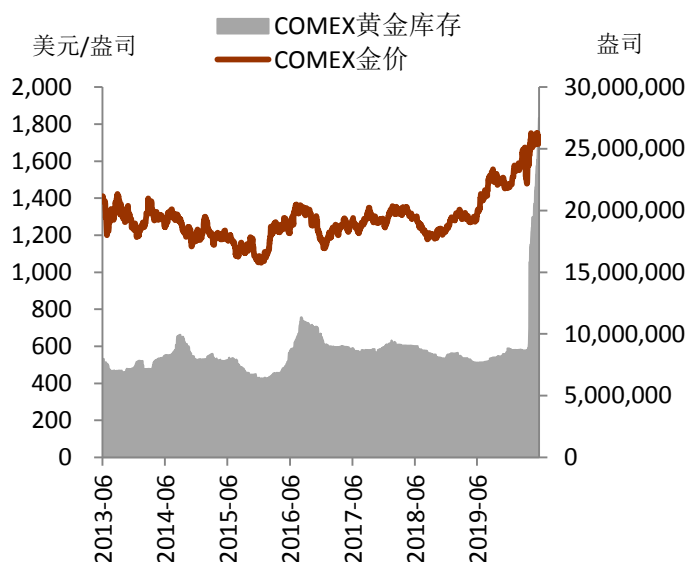
图表 17 COMEX 贵金属库存变化

	2019/5/31	2020/4/30	2020/5/29	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率

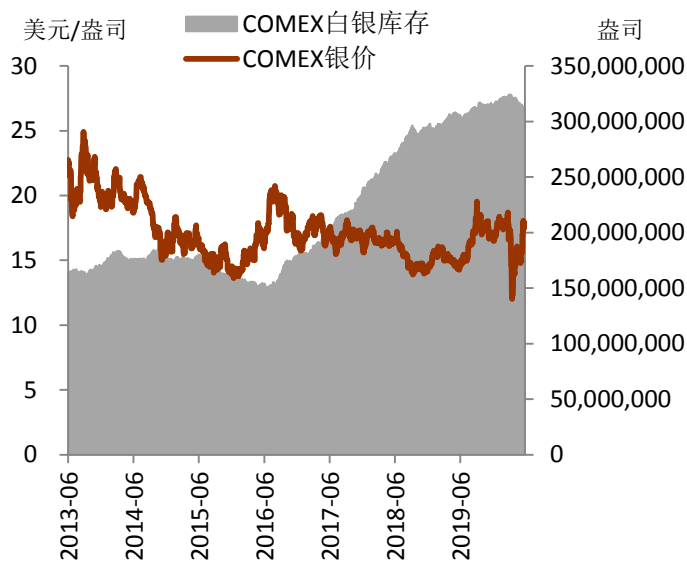
黄金(盎司)	7678317	20362620	27515000	7152380	35.13%	19836683	258.35%
白银(千盎司)	305853.8	316634.7	311569.7	-5065	-1.60%	5716	1.87%

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

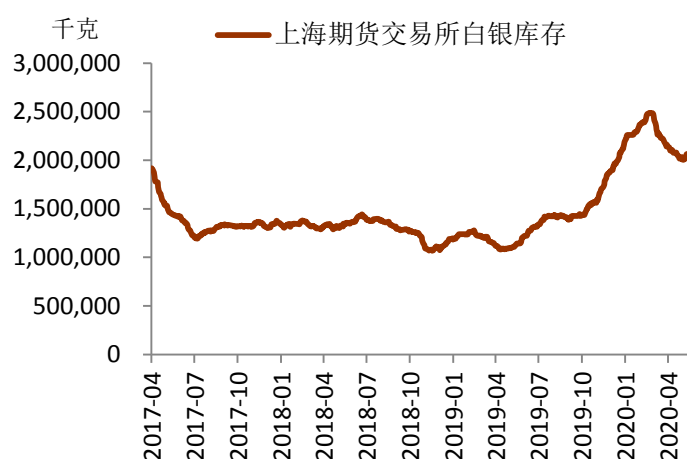


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

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

随着今年金价的上涨, 投资者对黄金的投资热情持续高涨, 黄金 ETF 的持金量也在不断上涨。目前全球黄金 ETF 的持金总量超过 3100 吨, 全球最大黄金 ETF - SPDR Gold Trust

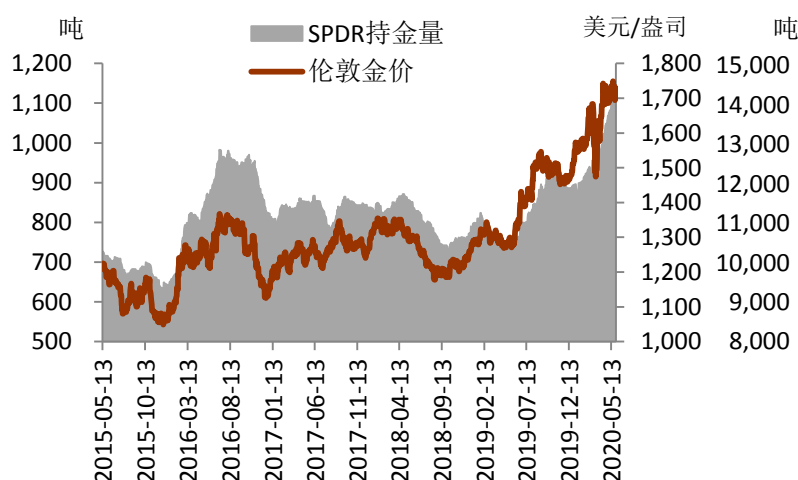
持仓从3月下旬开始持续增加。截至5月底，全球最大黄金ETF持金量为1123吨，比去年同期增加914吨，同比增幅为41.54%。白银的投资需求从今年1月开始也快速增加。5月底，全球白银ETF的持仓量超过22800吨，最大的白银ETF-ishares的白银持有量14322吨，比上月增加4.54%，比去年同期增加32.42%。可见，市场对贵金属的投资需求保持旺盛。

图表 22 贵金属 ETF 持仓变化

单位：吨	2019/5/31	2020/4/30	2020/5/29	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2200.90	2975.57	3115.21	140	4.69%	914	41.54%
SPDR 黄金持仓	736.17	1056.50	1123.14	67	6.31%	387	52.57%
ETF 白银总持仓	16106.85	20887.32	22804.80	1917	9.18%	6698	41.58%
ishares 白银持仓	9814.75	12840.33	14322.46	1482	11.54%	4508	45.93%

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

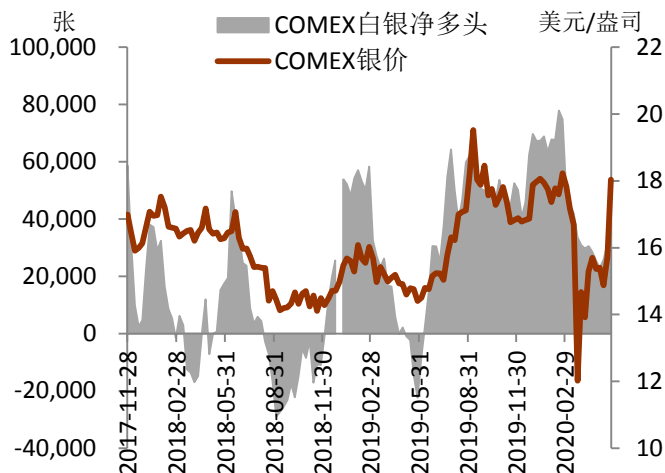
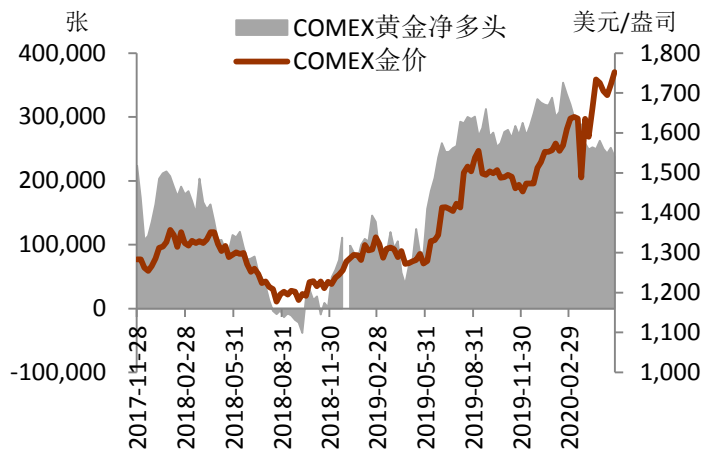
6、CFTC 持仓变化

今年 COMEX 黄金白银期货的非商业性净多单的高点在2月中旬，之后就持续下降。根据 CFTC 的公布的数据，截至5月26日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持续减少为237914张，比2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37189张，比2月18日的高位7.87万张下降超过一半，但是近三周持续增加，特别是比上周大幅增加了6000多张。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，近期黄金白银期货的非商业性净多头寸依然在下降，而白银期货的净多单持仓已经开始低位反弹，这是近期白银价格表现强势的直接因素之一。如

我们在上个月的月报中所预计的，白银的涨幅更大。预计接下来白银价格还有一定增长空间，银价走势还会持续强于黄金。

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：

随着各国重启经济，部分经济数据止跌回升，但经济前景仍存在高度不确定。当前海外疫情存在二次爆发的风险，再加上美国种族冲突事件爆发，美国经济的复苏将是缓慢曲折的过程，预计美联储的零利率政策将维持更长的时间。在全球低利率和避险需求共存的背景下，我们坚定看好金银价格走势。

由于市场风险偏好抬升和白银补涨的内在动力并存，5月呈现金弱银强的格局。目前经济复苏预期较强，金价或将持续高位震荡，白银仍有保持强势的空间和动力，预计6月白银价格走势将持续强于黄金，金银比价将继续回调。

预计近一个月COMEX期金主要波动区间在1650-1800美元/盎司之间、COMEX期银的主要波动区间在17.5-20美元/盎司之间。

投资策略建议：逢低做多白银，或继续做空金银比价

风险因素：海外疫情二次爆发

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。