

2020年7月1日 星期三



低利率&避险需求

金银将再创新高

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

要点

- 今年年初新冠疫情的爆发给全球经济造成沉重打击。当前海外疫情存在二次爆发的风险，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，贵金属是资产配置的最佳选项，我们坚定看好金银价格中长期走势。
- 预计2020年下半年COMEX期金主力合约的主要波动区间在1650-2000美元/盎司之间。COMEX期银主力合约的主要波动区间在17-21美元/盎司之间。
- 投资策略建议：沪金银逢低做多
- 风险因素：美国经济复苏情况好于预期、美元流动性再度紧张

目录

一、贵金属行情回顾.....	5
二、黄金的供需基本面分析.....	6
1、 黄金的供应相对稳定，再生金供应明显增加	6
2、 全球黄金需求继续走高	7
3、 疫情冲击下黄金饰品需求断崖式下跌	8
4、 央行购金放缓	9
5、 黄金的投资需求旺盛	10
(1) 金银 ETF 持仓均大幅增加	10
(2) CFTC 非商业性净多持仓有增长空间	11
三、宏观因素分析.....	12
1、 疫情冲击下全球经济陷入深度衰退，“战疫”陷入持久战概率增加.....	12
2、 美国经济结束扩张，复苏前景并不乐观	12
3、 欧洲刺激政策超预期，经济有望触底	13
四、 市场结构分析	15
1、 金银比价变化	15
2、 黄金原油比价变化	16
3、 贵金属价差结构变化	17
4、 贵金属库存变化	18
五、行情展望及操作策略：	19

图表目录

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	5
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	5
图表 3 金价与美元指数走势变化	6
图表 4 金价与美国实际利率走势变化	6
图表 5 全球黄金供应量变化(单位: 吨)	7
图表 6 2013-2018 年全球黄金需求量 (单位: 吨)	7
图表 7 全球黄金需求变化	8
图表 8 主要经济体黄金需求变化	8
图表 9 中国黄金需求备变化	8
图表 10 印度黄金需求备变化	8
图表 11 中国金银珠宝零售额变化	9
图表 12 中国印度金饰消费大幅下降	9
图表 13 各国黄金储备数量及排名	9
图表 14 全球主要央行储备变化	10
图表 15 中国和俄罗斯央行持续增持黄金	10
图表 17 黄金 ETF 持仓变化	11
图表 18 白银 ETF 持仓变化	11
图表 19 CFTC 黄金期货净多头持仓变化	12
图表 20 CFTC 白银期货净多头持仓变化	12
图表 21 主要经济体 GDP 增速变化	13
图表 22 全球主要经济体经济意外指数	13
图表 23 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	14
图表 24 欧元区制造业 PMI 增速变化	14
图表 25 美国就业情况变化	14
图表 26 主要经济体 CPI 变化	14
图表 27 金价与 VIX 指数变化	14
图表 28 美元指数与美国联邦基金利率变化	14

图表 29 金银比价变化.....	15
图表 30 金银比价的线性趋势.....	15
图表 31 COMEX 金银比价变化.....	16
图表 32 沪期金银比价变化.....	16
图表 33 黄金/原油比价变化.....	16
图表 34 金价与金油比价对比.....	16
图表 35 沪期金与沪金 T+D 价差变化.....	17
图表 36 沪期银与沪银 T+D 价差变化.....	17
图表 37 COMEX 期金与伦敦金价差变化.....	17
图表 38 黄金内外盘价差变化.....	17
图表 40 COMEX 黄金库存变化.....	18
图表 41 COMEX 白银库存变化.....	18
图表 42 上海黄金交易所白银库存变化.....	19
图表 43 上海期货交易所白银库存变化.....	19

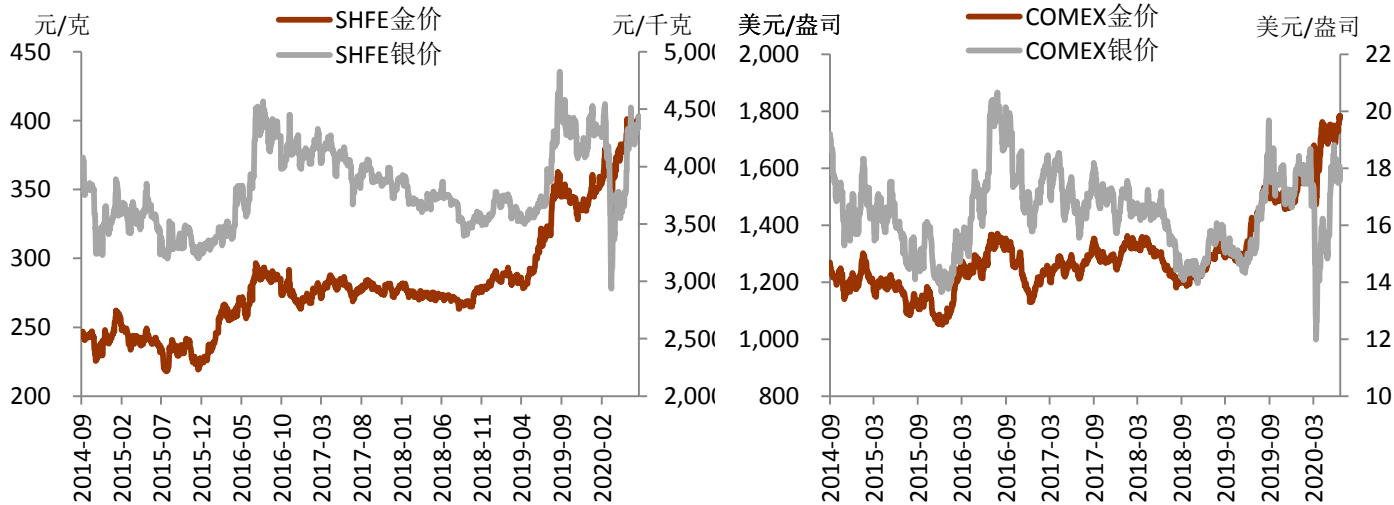
一、贵金属行情回顾

今年贵金属价格延续了 2019 年强势运行的趋势。年初在疫情的冲击下，国际金价从 1500 美元/盎司一路顺利推升至 1700 美元/盎司的关口。3 月 9 日油价的暴跌带动大类资产波动率一同飙升，市场美元流动性紧张导致各种资产普遍遭受重挫，美股跌速创纪录，包括黄金美债等避险资产在内的所有资产均遭遇疯狂抛售。3 月 23 日，美联储宣布无限量 QE，金银价格出现 V 型反转，国际金价冲向 1800 美元/盎司的整数关口。4 月中旬至 6 月底，金价主要在 1700 -1800 美元/盎司之间高位震荡，整体来看，黄金的价格重心依然在不断上移。前期白银价格的走势一直弱于金价，直到今年 3 月下旬，金银价格止跌反弹，白银的补涨行情才开始出现。进入 5 月后，全球复工复产带来的经济回升迹象初显，白银出现第二波明显拉升，而金价高位震荡，金银比大幅回落。6 月全球经济继续呈现回升态势，但银价上涨步伐暂缓，国际银价在 17.5-19 美元/盎司区间横盘震荡。截至 6 月底，COMEX 期金主力合约年初至今涨幅为 18.36%，COMEX 期银主力合约年初至今涨幅为 3.98%。

受人民币兑美元汇率波动的影响，今年国内金银与外盘走势有所差异。国内金价在 5 月已经突破 400 元/克的整数关口，创历史新高。截至 6 月底，沪期金主力合约年初至今涨幅为 15.74%，沪期银主力合约年初至今涨幅为-0.27%。

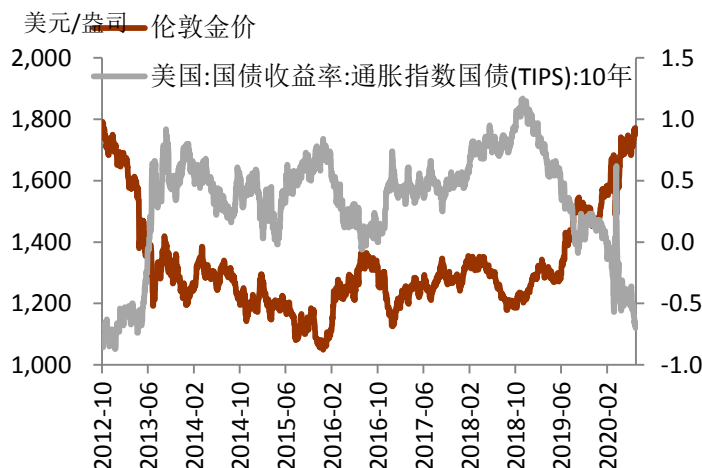
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

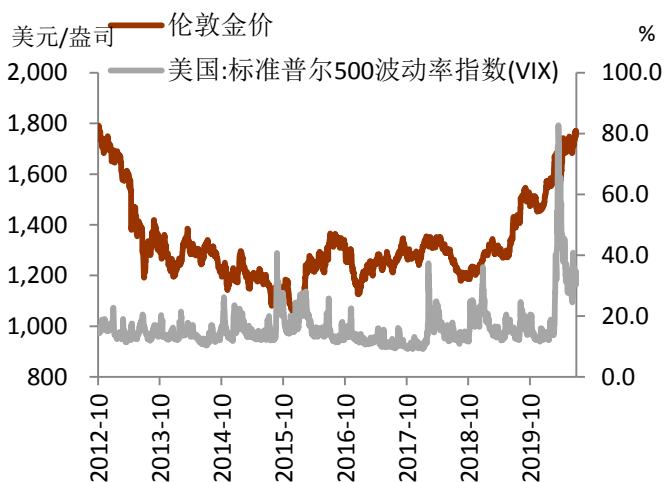


数据来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

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



数据来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

二、黄金的供需基本面分析

1、黄金的供应相对稳定，再生金供应明显增加

黄金是一种特殊的商品，商品属性、金属属性并存。每年全球新增的黄金供应 4600 多吨，其中约 3/4 是矿产金，1/4 为再生金。黄金的供给量相对稳定，每年新增的矿产金供应量 3000 多吨，相对于近 20 万吨存量的规模非常小，占比只有 2%。所以一般来讲，黄金的供应既不会受金价影响，供应量的波动大多数情况下也不会给金价带来冲击。

根据世界黄金协会的统计，2019 年全球黄金总供给量为 4812 吨，同比增长 2.53%。其中，全球矿产金供应量为 3479.6 吨，同比下降 1.39%。主要产金国中，南非、美国、中国和秘鲁等国家产量下降。而 2019 年全球再生金供应量为 1311.5 吨，同比大幅增长 11.37%，是近些年的最高水平。再生金供应量的增长主要来自于高金价驱动下，回收金的供应量大幅增长。

分国家来看，全球主要的产金国在中国、澳大利亚和俄罗斯。中国金矿储量虽然不具优势，但近些年矿产金规模一直保持全球领先，2016-2019 年中国矿产金均保持在 400 吨以上，2019 年中国矿产金达到了 420 吨，相比 2018 年略有增长。其次是澳大利亚和俄罗斯，矿产金分别为 330 吨和 310 吨。

进入 2020 年，由于各地金矿生产和黄金回收均受到了新冠疫情的影响，全球黄金供应量在 2020 年第一季度同比下滑了 4%。为阻止新冠疫情的蔓延，多数金矿开采活动受到严重阻碍，全球金矿产量降至 795.8 吨的 5 年低点，同比减少 3%。而由于消费者被限制在家隔离，全球的黄金回收更是几乎陷入停滞。

图表 5 全球黄金供应量变化(单位: 吨)

供应量	2014	2015	2016	2017	2018	2019	年同比变化%
金矿产量	3206.06	3313.46	3427.47	3456.51	3528.72	3479.60	-1.39
生产商净套保	104.91	12.89	37.63	-25.52	-12.48	21.32	-
回收金	1187.83	1121.36	1281.50	1156.06	1177.58	1311.52	11.37
总供应量	4498.81	4447.72	4746.60	4587.05	4693.82	4812.43	2.53

数据来源: World Gold Council, 铜冠金源期货

2、全球黄金需求继续走高

黄金的价格更多是受需求端的影响。每年黄金的实物消费中, 首饰虽然占比达一半, 但一直比较稳定。投资需求是波动剧烈且最频繁的, 投资品的需求与价格是明显正向相关。

黄金投资需求端, 主要有官方储备与个人投资两大主体。官方储备层面, 新兴市场国家央行有持续增持黄金的意愿, 比如, 俄罗斯、中国、土耳其。而个人投资层面, 黄金的投资需求主要与通胀、汇率及全球市场动荡程度有关。

今年大量资金流入黄金市场, 推动美元金价升至 8 年来高点, 包括印度卢比和土耳其里拉等货币的金价也创下新高。中国和印度两大黄金需求大国, 因黄金需求受到抑制, 一度出现当地金价与国际金价贴水这一罕见的现象。

世界黄金协会发布的 2020 年第一季度黄金需求趋势报告显示, 全球性的新冠肺炎疫情危机推升了人们对黄金的避险投资需求, 抵消了黄金消费需求的显著下滑。第一季度, 全球黄金总需求小幅增长至 1083.8 吨, 同比增长 1%。该季度内新冠疫情席卷了全球, 这是影响黄金需求的一个最大因素。随着疫情的蔓延及其潜在的经济影响开始显现, 投资者开始寻求避险资产。在全球不确定性与金融市场波动率高企的背景下, 2020 年第一季度的全球黄金 ETF 的净流入为四年来最高季度流量。其总持仓规模在第一季度末达到了 3185 吨的记录新高。全球金条与金币的总投资量降至 241.6 吨, 同比下降 6%, 其中金条需求下降 19% 至 150.4 吨, 抵消了金币需求的大幅增长, 西方个人投资者的避险买盘令金币需求飙升 36% 至 76.9 吨。2020 年第一季度全球金饰需求量同比滑落 39% 至 325.8 吨, 为有纪录以来的新低。科技用金需求降至有记录以来的最低点, 为 73.4 吨, 同比降幅达 8%。

图表 6 2013-2018 年全球黄金需求量 (单位: 吨)

	首饰加工	工业需求	净投资需求	净对冲需求	央行净买入
2013 年	2766	350	1718	25	646
2014 年	2543	348	1060	—	584
2015 年	2478	332	1072	—	577
2016 年	2017	323	1061	—	390
2017 年	2255	333	1036	24	377
2018 年	2282	335	1078	12	657

数据来源: World Gold Council, 铜冠金源期货

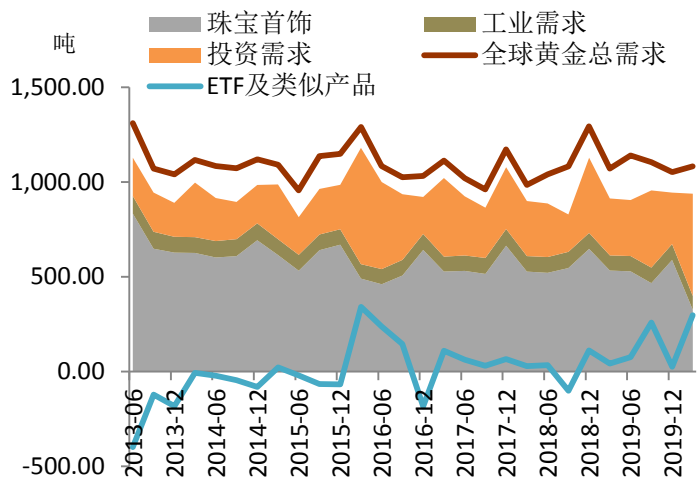
3、疫情冲击下金饰需求断崖式下跌

全球黄金的实物需求以珠宝首饰为主，但近些年受钻石珠宝影响，黄金消费需求出现持续下滑，2019年的快速上涨的金价更是压制了黄金饰品的需求。2019年全球黄金在珠宝首饰领域需求量位2107吨，占比48.37%，相比2013年下降了11.31个百分点。

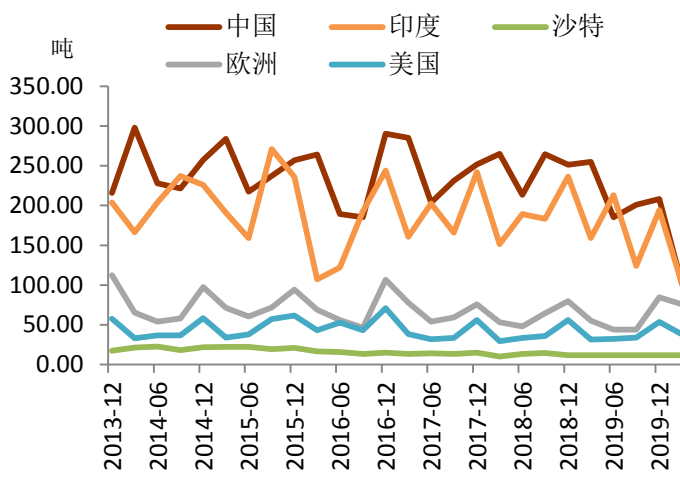
今年因世界各国政府实施封锁措施以阻止病毒传播，金饰需求出现大幅下降。全球黄金饰品今年第一季度仅328.84吨，同比下降39%。其中，中国作为全球最大的黄金消费国，第一季度黄金饰品需求降幅最大，达65%，仅64吨，为至2007年以来季度最低水平。同样作为黄金消费大国的印度第一季的金饰需求也大幅下降了41%至73.85吨。

虽然中国已经解除封锁，由于金价处于历史高位，黄金的实物需求处于不温不火的状态。从实物需求的季节性而言，3月、9月、10月是消费旺季。若第三季度黄金随大宗商品走出阶段性上涨行情，配合实物需求旺季，国内黄金有望阶段性溢价。

图表7 全球黄金需求变化

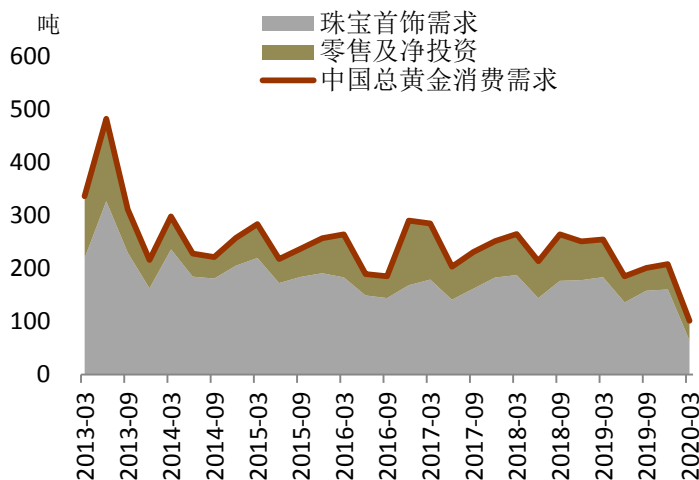


图表8 主要经济体黄金需求变化

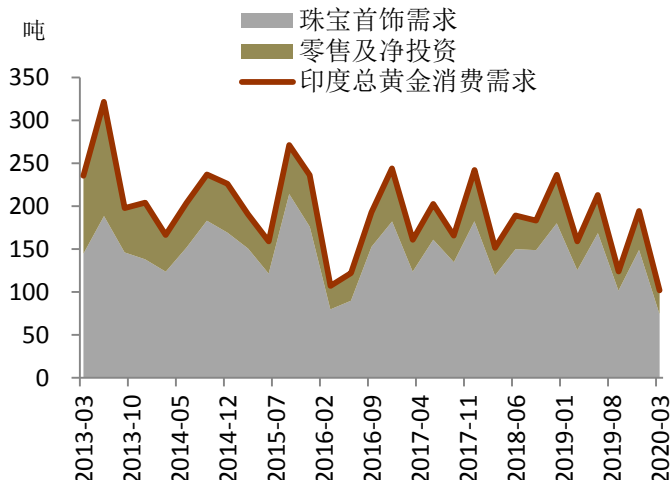


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表9 中国黄金需求备变化

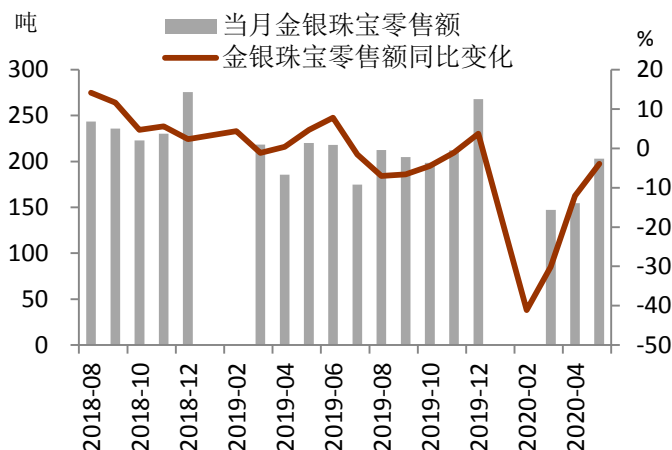


图表10 印度黄金需求备变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 11 中国金银珠宝零售额变化



图表 12 中国印度金饰消费大幅下降

	2019 年第一 季度	2020 年第一 季度	同比变化
金饰	533.43	325.84	-39%
中国	183.59	64.02	-65%
印度	125.42	73.85	-41%

数据来源: Wind, 铜冠金源期货

4、央行购金放缓

全球央行从 2010 年开始就成为黄金的净买入方。2018 年央行对黄金的购买量为 656.2 吨,这是 50 年来年度购买量的最高水平。2019 年央行继续大幅购买黄金 650.3 吨,为历史次高。继全球央行在 2018 年和 2019 年的强势购买黄金后,今年央行购金速度有所放缓,今年以来,各国央行在其外汇储备中净增加了 142 吨黄金。主要是受高企的金价和金融市场不确定性的影响,但各国央行仍在购买黄金。俄罗斯央行已宣布其将从 4 月起终结长期购金计划,这或许是未来全球央行净购金量下滑的一个信号。预计未来近一年央行对黄金的需求将持续,但增速会放缓。

从各国黄金储备数量及排名来看,美国以 8000 多吨的黄金储备遥遥领先,德国位居第二但差距很大。目前的全球政治和经济的不稳定性增强,黄金储备的战略地位尤显重要,各国央行都有增持黄金储备的意愿。其中,最活跃的是俄罗斯、中国、土耳其。中国从 2018 年 12 月起连续 10 个月增持黄金,目前有 1948.3 吨的黄金储备,排全球第七。但黄金占外汇储备的比例还非常低,有很大增长空间。

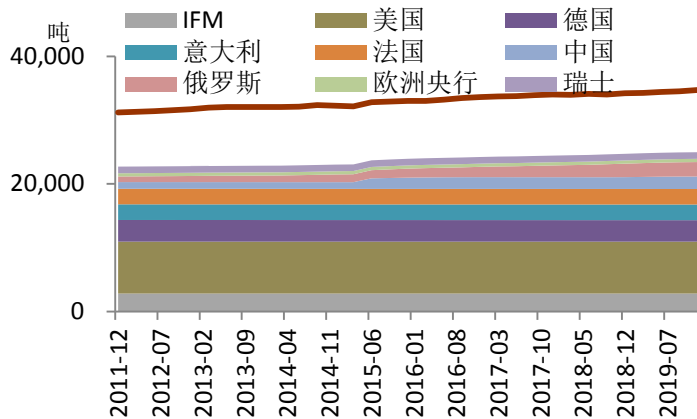
图表 13 各国黄金储备数量及排名

排名	国家和地区	黄金储备 (吨)	占外汇储备比例
1	美国	8133.46	76.92%
2	德国	3363.6	72.80%
3	国际货币基金组织	2814.04	
4	意大利	2451.84	68.44%
5	法国	2436.01	62.94%
6	俄罗斯	2298.72	20.00%
7	中国	1948.32	2.98%
8	瑞士	1040	5.97%
9	日本	785.22	2.76%

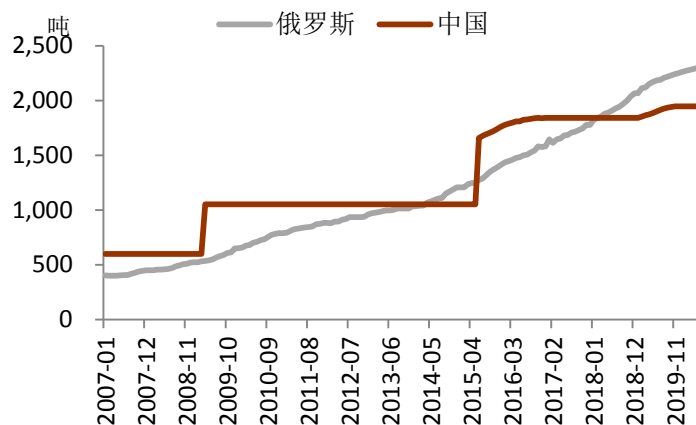
10	印度	618.16	6.85%
11	荷兰	612.45	69.67%
12	欧洲央行	504.77	32.36%

数据来源: World Gold Council, 铜冠金源期货 (截止于 200 年 6 月)

图表 14 全球主要央行储备变化



图表 15 中国和俄罗斯央行持续增持黄金



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

5、黄金的投资需求旺盛

(1) 金银 ETF 持仓均大幅增加

今年在疫情冲击下金价大幅上涨, 投资者对黄金的投资热情持续高涨, 过去一年, 全球黄金 ETF 资产管理规模接近翻倍, 黄金 ETF 的持金量也在不断上涨。目前全球黄金 ETF 的持金总量近 3200 吨, 其中最大的黄金 ETF - SPDR Gold Trust 持仓从 3 月下旬开始持续增加, 截至 6 月底, 其持金量为 1178.9 吨, 比去年同期增加 415 吨, 同比增幅为 54%。虽然黄金 ETF 今年增速巨大, 但全球最大的黄金 ETF - SPDR 的持金量距离 2012 年 12 月份 1350 吨的历史高点仍有一定的空间, 黄金 ETF 增持仍有余力。

白银的投资需求从今年 1 月开始也快速增加。截至 6 月底, 全球白银 ETF 的持仓量超过 24300 吨, 其中最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 15321 吨, 比上月增加 6.33%, 比去年同期大幅增加 54.39%。可见, 市场对贵金属的投资需求非常旺盛。

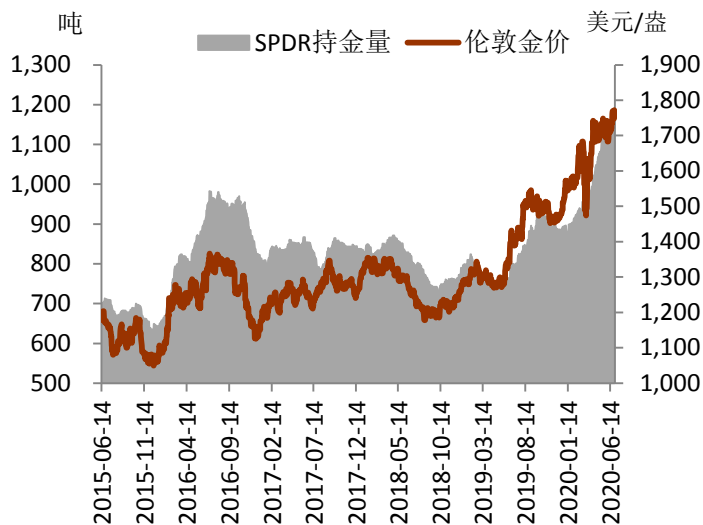
从历史来看, 黄金白银 ETF 的持仓变化与价格正相关, 但滞后于金银价格的变化。预计后市金银价格的上涨将带动黄金白银 ETF 的持仓量继续增加。

图表 16 贵金属 ETF 持仓变化

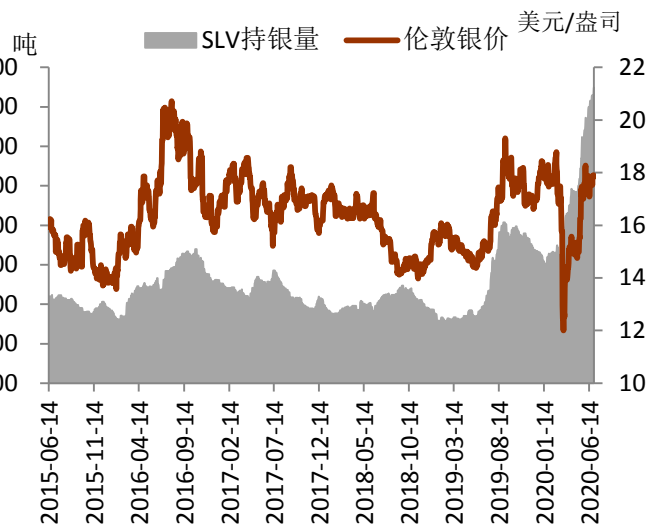
单位: 吨	2019/7/2	2020/6/1	2020/6/30	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2331.29	3121.85	3199.84	78	2.50%	869	37.26%
SPDR 黄金持仓	764.10	1128.40	1178.90	51	4.48%	415	54.29%
ETF 白银总持仓	16637.55	22856.63	24329.27	1473	6.44%	7692	46.23%
ishares 白银持仓	9924.19	14409.43	15321.70	912	6.33%	5398	54.39%

数据来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 17 黄金 ETF 持仓变化



图表 18 白银 ETF 持仓变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

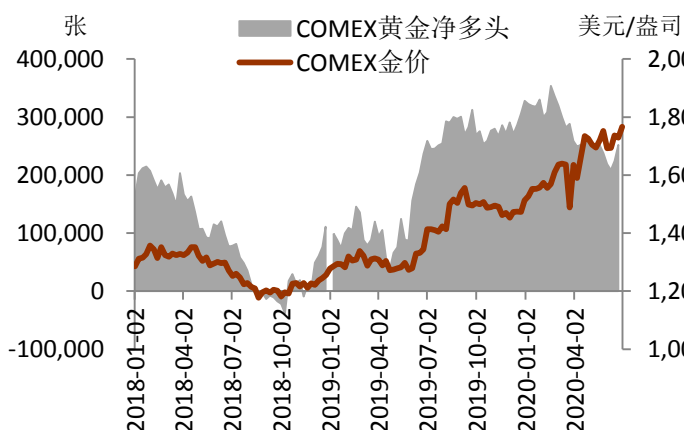
(2) CFTC 非商业性净多持仓有增长空间

投机资金的流向是助推行情的直接因素。黄金白银的价格与 COMEX 黄金白银期货的非商业性净多头合约的变化明显正相关性。

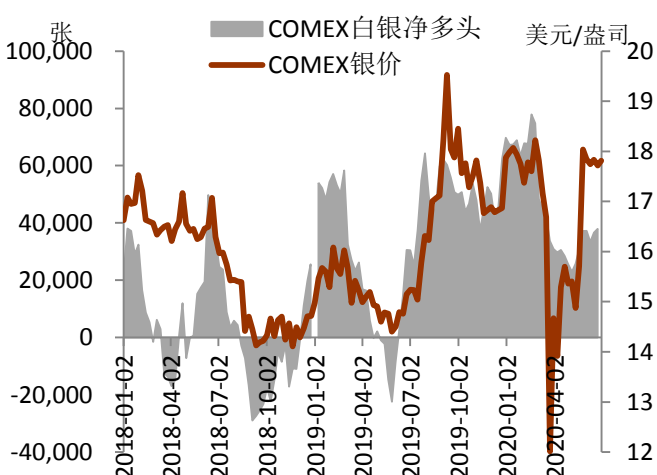
今年 COMEX 黄金白银期货的非商业性净多单从去年下半年就持续增加，直到今年 2 月中旬的高点后才出现拐点。黄金期货的净多头持仓的低点在 6 月 9 日，仅有 208613 张，之后开始小幅增加。截至 2020 年 6 月 23 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持续减少为 251957 张，比 2 月 18 日的 343649 张的高位有明显下降，但已经连续两个周小幅增加。而 COMEX 白银期货的净多头持仓的低点在 5 月 5 日，仅有 208613 张，之后有较明显的增加，但进入 6 月份之后增减互现。截至 2020 年 6 月 23 日，COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 37923 张，仍比 2 月 18 日的高位 7.87 万张下降超过一半。

整体看来，在白银期货的净多单持仓从 5 月初开始低位反弹的一个月之后，近期黄金期货的非商业性净多头寸才开始反弹，这是 5 月份白银价格表现强势的直接因素之一。从黄金净多单变化的持续性来看，预计接近近期黄金价格会表现更强。而从距离高点的空间来看，后期白银价格的会有更大的弹性和上涨空间。

图表 19 CFTC 黄金期货净多头持仓变化



图表 20 CFTC 白银期货净多头持仓变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

三、宏观因素分析

今年第一季度，全球经济在疫情冲击下陷入深度衰退。随着疫情持续趋稳，多国逐步解封重启经济，但有部分国家和地区已出现疫情反弹情况。经济重启之路并不顺利，重启的进度将较为缓慢且存在较大的风险。

1、疫情冲击下全球经济陷入深度衰退，“战疫”陷入持久战概率增加

全球经济在疫情冲击下陷入深度衰退，其严重程度远超 2008 年金融危机时期。虽然全球“战疫”已持续近两个季度，许多国家取得明显进展，但全球层面疫情仍在加速蔓延，巴西、印度等新兴经济体“新震中”正在形成，美国等疫情中心面临经济重启过程中第二波爆发风险。全球疫情远未结束，“战疫”陷入持久战概率增加。随着中国和欧美等主要经济体逐渐复工复产，前期各国宽松财政和货币政策逐渐发挥效用，企业生产和居民消费将缓慢回升，全球经济下滑程度在第二季度会收窄。值得警惕的是，6 月以来美国和部分新兴市场国家新增确诊人数激增，表明疫情仍存在不断反复的风险。受疫情这一最大不确定性因素影响，增加了市场动荡和后续复苏的难度，预计全球经济复苏更为缓慢且充满不确定性。此外，疫情中长期影响更为深远，要避免“大封锁”下的“大分裂”，警惕新兴经济体经济风险向财政风险和金融风险转化，防范债务危机的发生。

2、美国经济结束扩张，复苏前景并不乐观

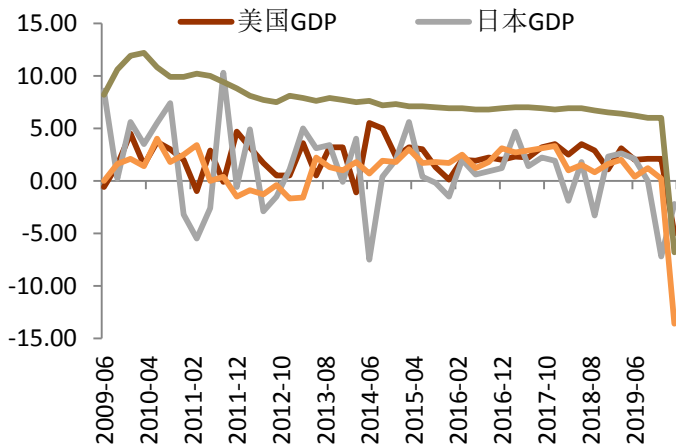
今年美国一季度 GDP 环比折年率下降 5%，其中，个人消费支出的环比拉动率达到-4.69%。美国国民经济研究局（NBER）确认，2 月起美国经济结束史上最长的扩张周期，滑入衰退区间。虽然美国 6 月 Markit 制造业 PMI 终值 49.8 仍处于荣枯线以下，经济活动继续处于收缩区间，还在持续变差，但变差的程度在逐月减弱，这意味着疫情冲击对经济影响的最重

阶段或许正在过去。在重启社会运行后，消费和服务业需求有望激活，复苏进程加快，但复苏程度仍取决于疫情的发展。在美联储 3 月推出史无前例的无限量宽松货币政策的推动下，金融市场资金紧张局面有所缓解，美国股市一度从低位大幅反弹至超过年初水平，但经济基本面依然疲弱，失业率飙升至历史最高值，占 GDP 接近 80% 的服务业下滑严重，尤其是中小企业资产负债表状况堪忧、破产数量大增。部分地区仓促复工导致确诊病例再度激增，将延缓经济复苏的步伐。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。

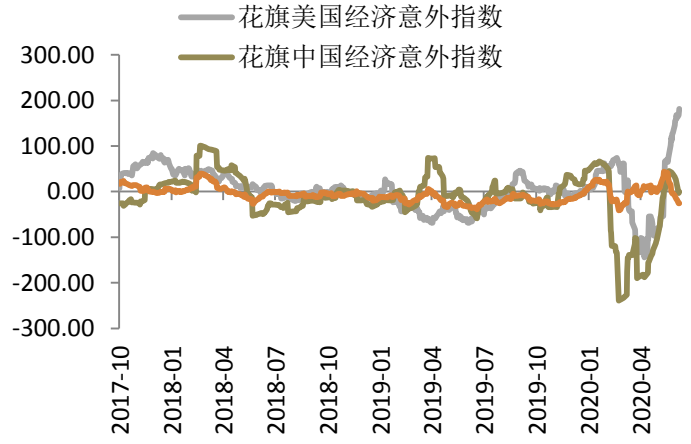
3、欧洲刺激政策超预期，经济有望触底

欧洲疫情经历“至暗时刻”，经济也遭受巨大冲击。欧元区一季度 GDP 环比下降 3.6%（折年率下降 13.6%），创历史最大跌幅。受封锁政策和收入减少的双重打击，欧元区 4 月零售下降 19.6%。预计二季度欧元区 GDP 环比折年率会继续大幅萎缩。从疫情防控情况来看，欧洲的表现明显优于美国。高频数据显示德国在此次疫情中对疫情的控制以及对经济的修复均较好，餐饮、交通出行等数据均领先全球修复速度。欧元区 6 月综合 PMI 初值为 47.5，预期为 42.4，前值为 31.9；PMI 创 2 月来最高，复苏趋势明显。虽然数据显示欧元区整体经济活动仍然处在收缩区间，但经济下滑的幅度已经得到很大幅度的缓解，疫情隔离措施的逐步解除对于经济活动的恢复和预期的改善起到明显的推动作用。随着欧洲疫情见顶，多国自 6 月 15 日起逐步松绑边界管控措施，6 月欧元区制造业、服务业 PMI 和消费者、投资者信心指数已从历史最低值有所回升，二季度经济下滑程度会收窄。为进一步恢复经济，欧盟设立规模超预期的 7500 亿欧元的经济恢复计划，包括 5000 亿欧元援助和 2500 亿欧元贷款。欧洲央行提前宣布新的 6000 亿欧元购债计划，并将行动期限延长起码一年。整体来看，欧洲疫情控制与经济重启均优于美国，欧元经济有望在第三季度领先触底。

图表 21 主要经济体 GDP 增速变化



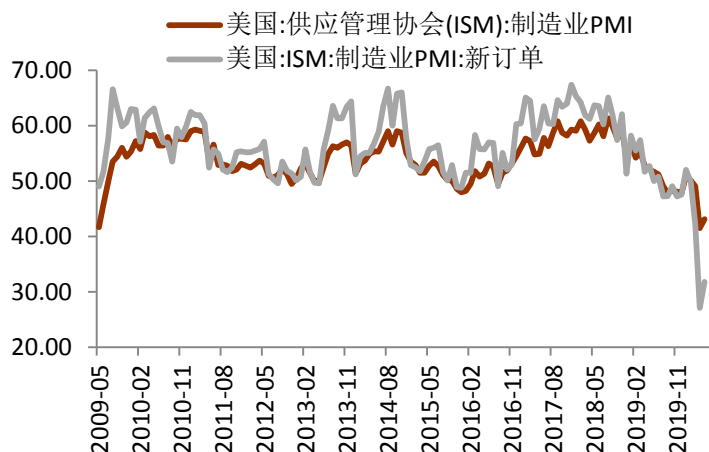
图表 22 全球主要经济体经济意外指数



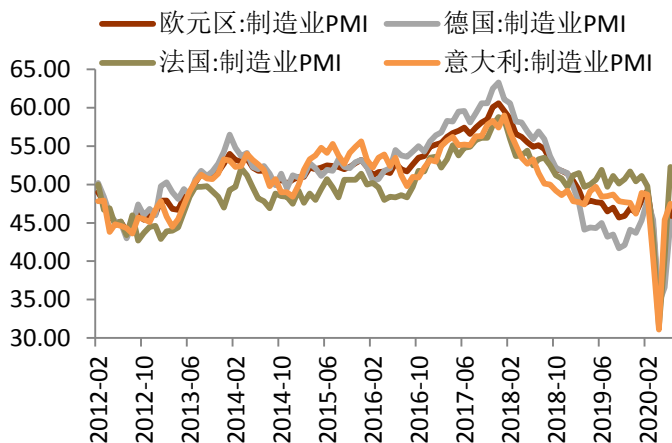
资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 23 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

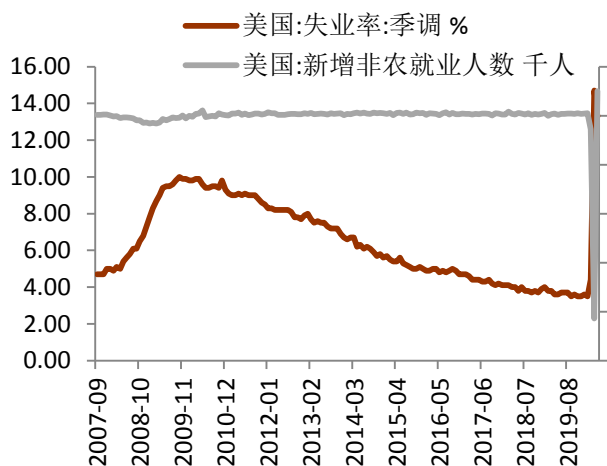


图表 24 欧元区制造业 PMI 增速变化

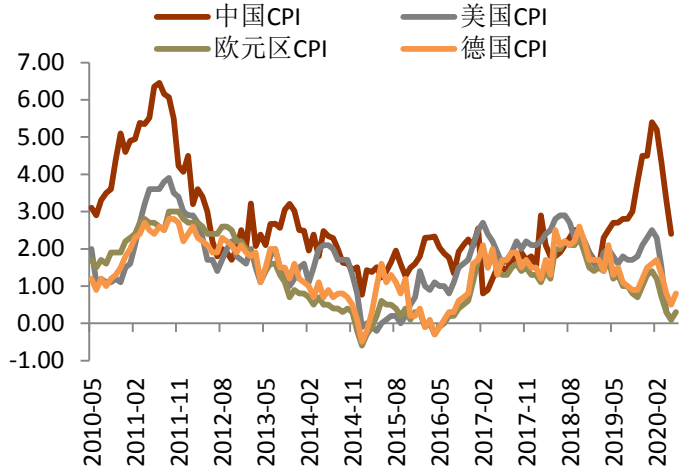


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 25 美国就业情况变化

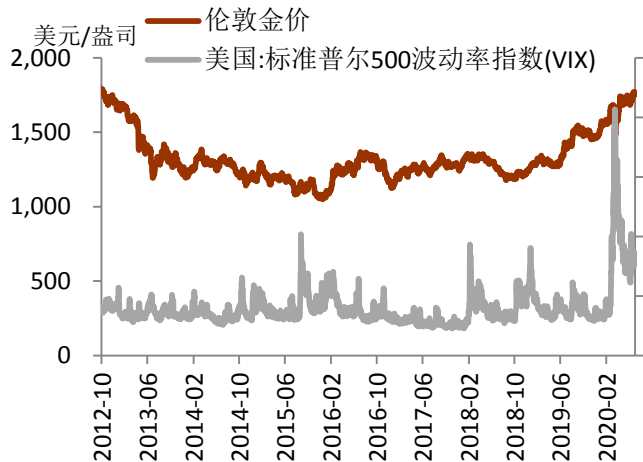


图表 26 主要经济体 CPI 变化

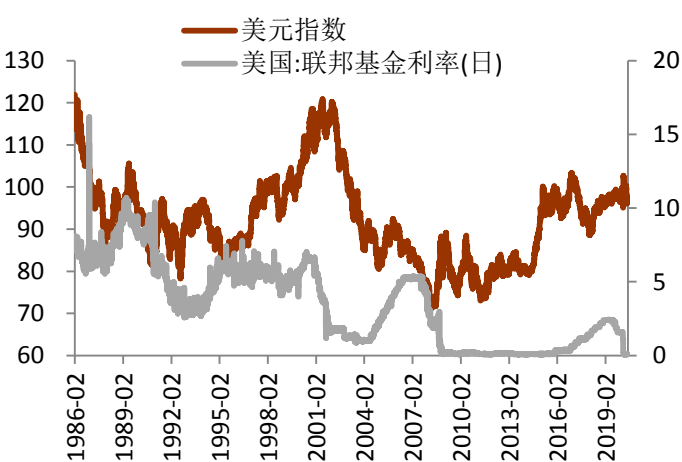


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 27 金价与 VIX 指数变化



图表 28 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

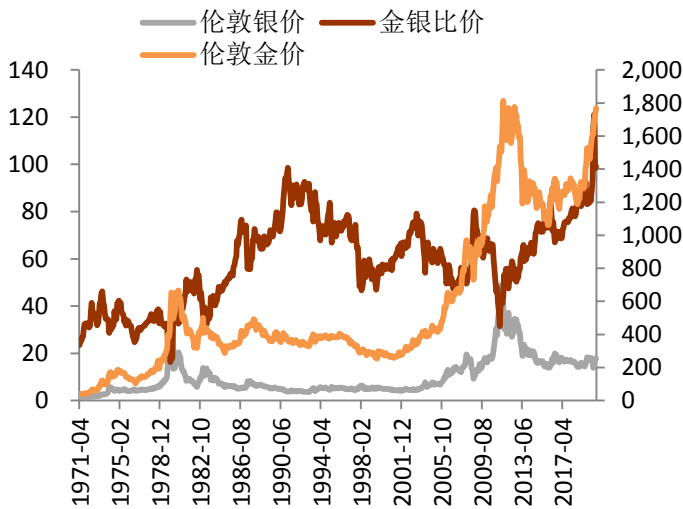
四、市场结构分析

1、金银比价变化

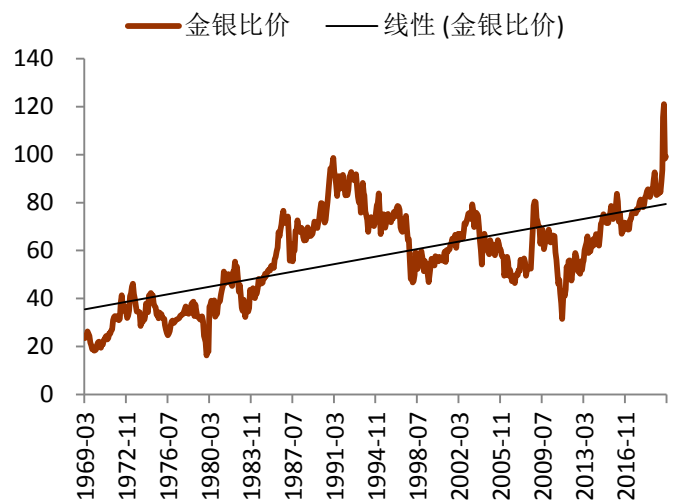
自从 1971 年尼克松宣布美元与黄金脱钩以来，金银价格开始剧烈波动，金银比价的波动区间也非常大。1991 年初出现的金银比价的极限峰值为 98，极限谷值则出现在 1980 年，接近 16，平均值接近 60。长期来看，金银比价的重心一直在上移，并不存在均值回归的规律。究其原因，金银比的结构性中枢变化由其货币属性决定，所以长期来看金银比中枢抬升，并无必须要均值回归的驱动。

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，直到今年 3 月中旬金银比价才从 124 的历史高点开始回调。当时主要经济体疫情出现拐点，经济重启在望，投资者风险偏好抬升的背景下，而银价的补涨需求爆发而表现强劲，金银比价出现快速大幅，并持续回调至 90 一线。进入 6 月后，疫情二次爆发的风险增加，金银比价又止跌上涨，目前上行至 100 附近。展望下半年，白银的工业需求能否继续快速抬升是影响金银比的重要因素。在全球经济复苏预期不乐观的背景下，预计后期金银比价仍将不断走高。

图表 29 金银比价变化

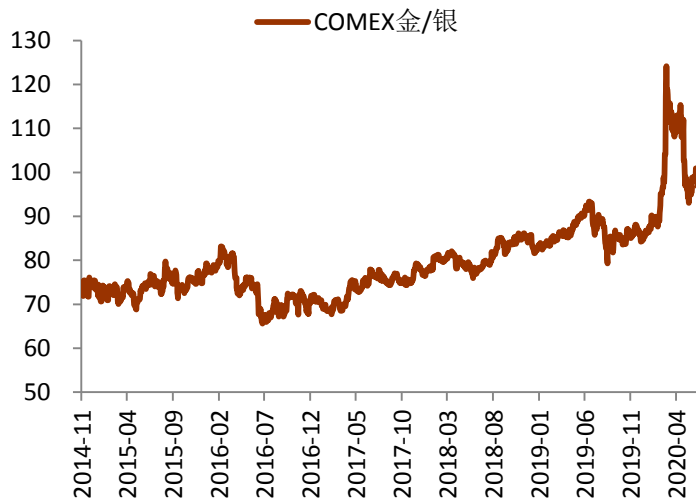


图表 30 金银比价的线性趋势



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 31 COMEX 金银比价变化



图表 32 沪期金银比价变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

2、黄金原油比价变化

由于疫情影响需求缩减，叠加库存高企、产量增加，原油价格从年初就承压持续下跌。3月6日俄罗斯和沙特未就延长减产达成协议，并开启新一轮价格战，油价加速下行，在4月21日NYMEX200合约交割日的前一个交易日出现了史无前例的负价格。黄金原油比价也创出历史新高，一度冲高至130附近。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，5月原油价格大幅反弹，月度涨幅高达85%，为有史以来的最大月度涨幅。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，但短期欧佩克减产协议延长偏乐观，预计下半年美油价格有望持稳35美元/桶上方，黄金原油的比价还的波动率会减弱。

图表 33 黄金/原油比价变化



图表 34 金价与金油比价对比



数据来源：Wind，铜冠金源期货

3、贵金属价差结构变化

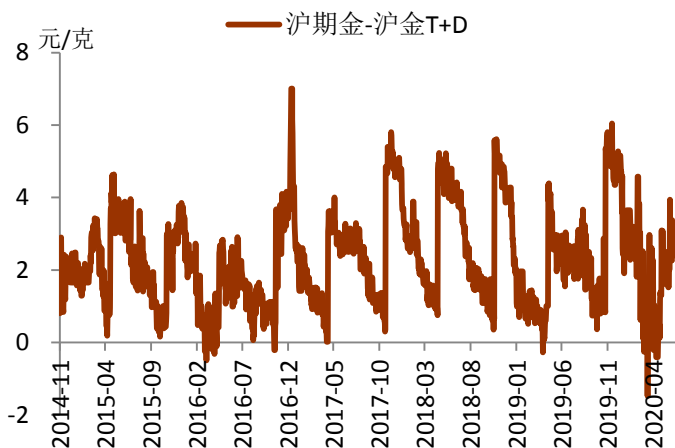
今年金银价格的剧烈波动，出现一些罕见的价差结构变化。

疫情爆发后，COMEX 黄金期货价格持续高升水于伦敦现货黄金，升水在 3 月下旬快速扩大，一度升水超过 60 美元。主要是因为疫情影响很多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。多个国家的航班停飞又限制黄金运往美国，CME 库存可交割黄金不足。在 CME 改进交易机制扩大可交割品种之后，前期因物流受阻影响和可交割金条不足而多头逼仓的现象也得到缓解，黄金市场内外盘的期现价差都快速回归。

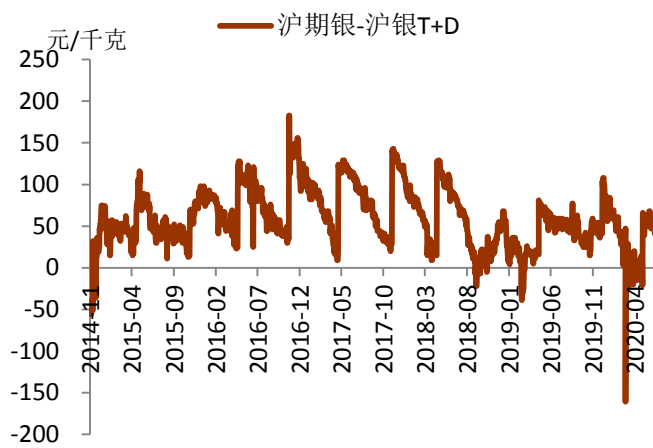
国内黄金期货与现货之间的价差随着主力合约的换月而出现规律性的变化，在 3 月份出现罕见的期现倒挂的情况。目前国内黄金白银期现价差都处于正常波动区间内。

境内外黄金价差在 4 月初大幅偏离历史极值后重回中枢区间。展望下半年，人民币汇率和境内实物需求仍是影响价差的两个重要因素。从历史上看，境内黄金溢价通常需要满足两个条件，一是人民币相对美元贬值；二是国际金价处于上行趋势，刺激境内实物需求。

图表 35 沪期金与沪金 T+D 价差变化

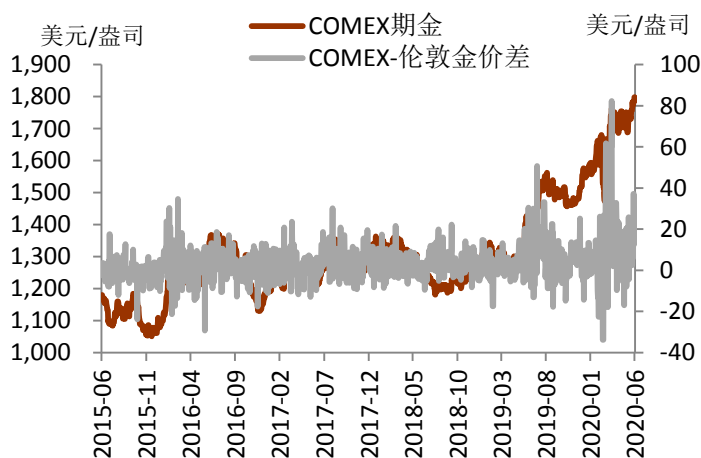


图表 36 沪期银与沪银 T+D 价差变化

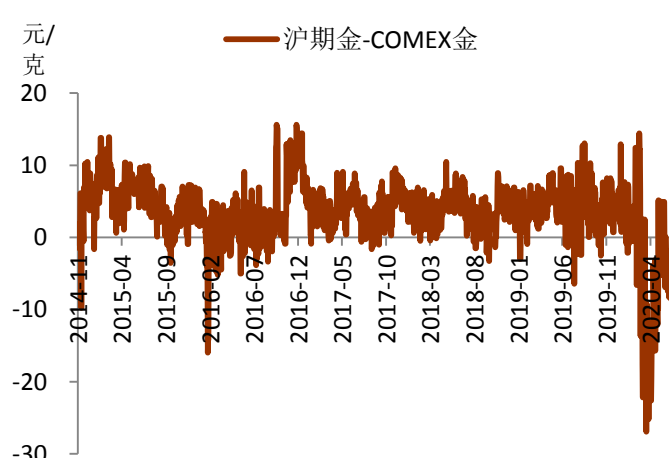


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 37 COMEX 期金与伦敦金价差变化



图表 38 黄金内外盘价差变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

4、贵金属库存变化

在 CME 扩大交割品标准后，COMEX 黄金期货的库存从 4 月初开始快速增加，并不断创为历史新高。6 月底 COMEX 黄金期货的库存已经达到 321.3 万盎司，比去年同期大增 3 倍。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。

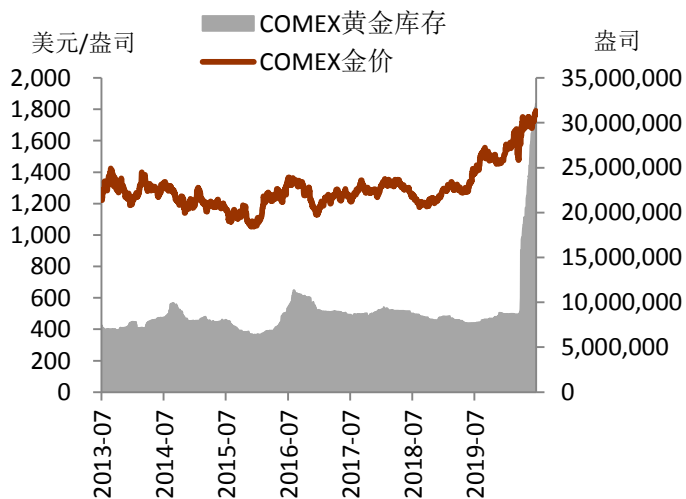
COMEX 白银期货的库存一直处于高位但变化不大，目前有 3.21 亿盎司，在连续 3 个月小幅下降，6 月份小幅增加了 2.64%，比去年同期增加 4.97%。国内的白银库存也持续高位，特别是上海黄金交易的白银库存持续增加至 4400 多吨，而上海期货交易所的白银库存 3 月中旬达到 2487 吨的高点后开始持续下降至 5 月 20 日的 2006 吨之后，近期又开始缓慢增加，目前有 2095 吨。目前国内两大交易所的白银库存在 4 月份小幅下降之后，目前又恢复到 6540 吨以上。

图表 39 COMEX 贵金属库存变化

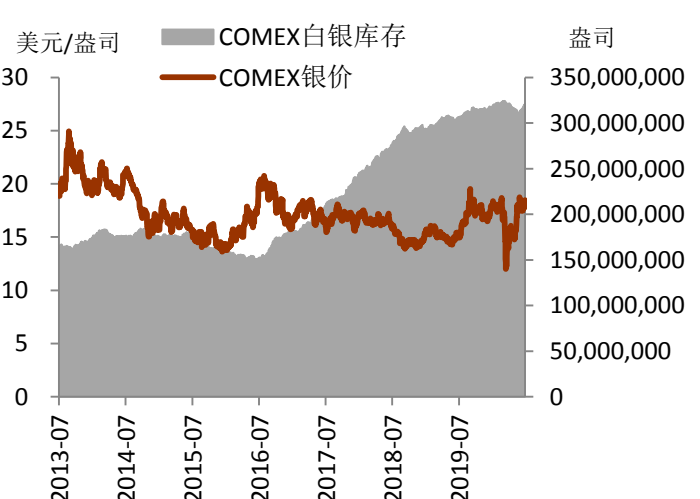
	2019/7/2	2020/6/2	2020/6/30	较上月 增减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	7696680	28044170	32131548.05	4087378	14.57%	24434868	317.47%
白银(千盎司)	305978	312928.2	321178.56	8250	2.64%	15201	4.97%

数据来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 40 COMEX 黄金库存变化



图表 41 COMEX 白银库存变化

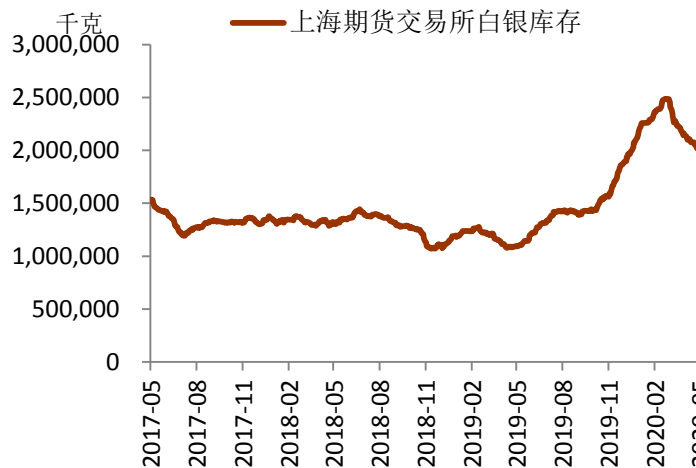


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 42 上海黄金交易所白银库存变化



图表 43 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

五、行情展望及操作策略：

今年年初新冠疫情的爆发给全球经济造成沉重打击。当前海外疫情存在二次爆发的风险，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，贵金属是资产配置的最佳选项，我们坚定看好金银价格中长期走势。

预计2020年下半年COMEX期金主力合约的主要波动区间在1650-2000美元/盎司之间。COMEX期银主力合约的主要波动区间在17-21美元/盎司之间。

投资策略建议：沪金银逢低做多

风险因素：美国经济复苏情况好于预期、美元流动性再度紧张

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

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 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。