



2020年8月6日 星期四

多重因素支撑， 金银将更上层楼

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

要点

- 当前推动金价上涨的因素包括对于新冠肺炎疫情打击全球经济的担忧、美元持续走弱、美国实际利率维持一直走低、大量资金流入ETF等，地缘政治风险升温也进一步推动金价。目前支撑贵金属的继续看涨的因素并没有改变，我们继续看好贵金属价格的后期走势。白银价格近期虽然涨幅猛烈，但仍具继续上涨的潜力，短期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1900-2200美元/盎司之间、COMEX期银的主要波动区间在25-30美元/盎司之间。
- 投资策略建议：金银逢低做多
- 风险因素：美国经济复苏超预期

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、 美国经济复苏不确定性加大，刺激计划持续加码	5
2、 欧元区经济持续复苏，欧央行重申宽松立场	6
三、市场结构及资金流向分析.....	8
1、 金银比价变化	8
2、 黄金原油比价变化	9
3、 期现及跨期价差变化	9
4、 贵金属库存变化	10
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

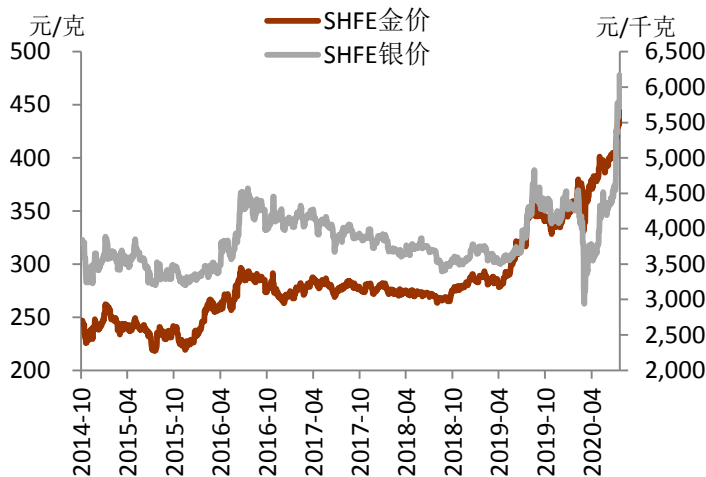
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	6
图表 6 全球主要经济体经济意外指数	6
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 9 美国就业情况变化	7
图表 10 主要经济体 CPI 变化	7
图表 10 金价与 VIX 指数变化	7
图表 11 美元指数与美国联邦基金利率变化	7
图表 11 COMEX 金银比价变化	8
图表 12 沪期金银比价变化	8
图表 13 原油/黄金比价变化	9
图表 14 金价与油价走势对比	9
图表 15 沪期金与沪金 T+D 价差变化	10
图表 16 沪期银与沪银 T+D 价差变化	10
图表 18 COMEX 黄金库存变化	11
图表 19 COMEX 白银库存变化	11
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	13
图表 26 CFTC 白银净多头持仓变化	13

一、贵金属行情回顾

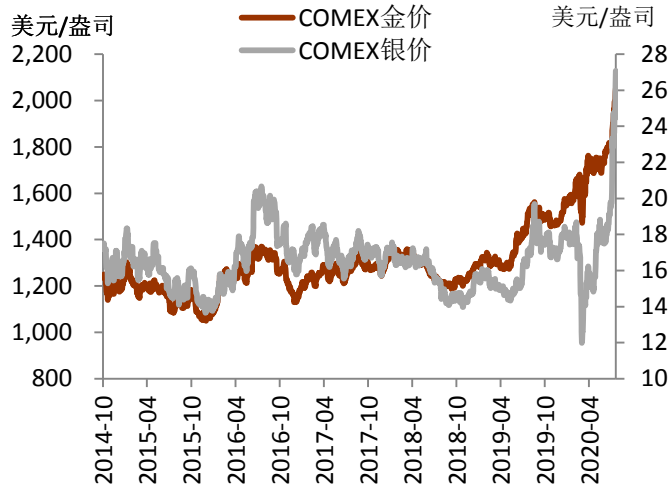
进入7月，金价延续高位震荡走势，白银的价格重心继续小幅上移。直到7月中下旬，随着美元指数持续下挫及美债实际收益率大幅下行并刷新历史新低，叠加中美关系紧张局势加剧，地缘政治风险陡增，市场避险情绪高企。在多重利好共振下，贵金属价格大涨。COMEX 期金轻松突破 1800、1900 美元的整数，冲击 2000 美元的大关。COMEX 期银涨势更加猛烈，银价在成功突破了 20 美元/盎司这一重要心理关口后涨势加速，快速上冲至 25 美元上方，创下了近 7 年来的高位。截至 7 月底，COMEX 期金主力合约报收于 1994 美元/盎司，月度上涨 10.89%，COMEX 期银主力合约报收于 24.63 美元/盎司，月度上涨 32.63%，银价创有史以来最大月度涨幅。今年年初至今，COMEX 金价已大涨近 35%，银价已大涨近 51%，目前又呈现加速上涨的态势。

人民币兑美元汇率在 7 月出现持续的贬值，国内金银价格整体走势强于外盘。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

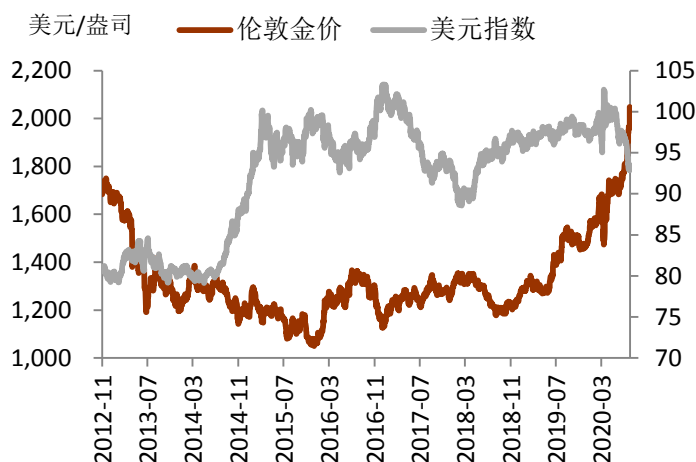


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

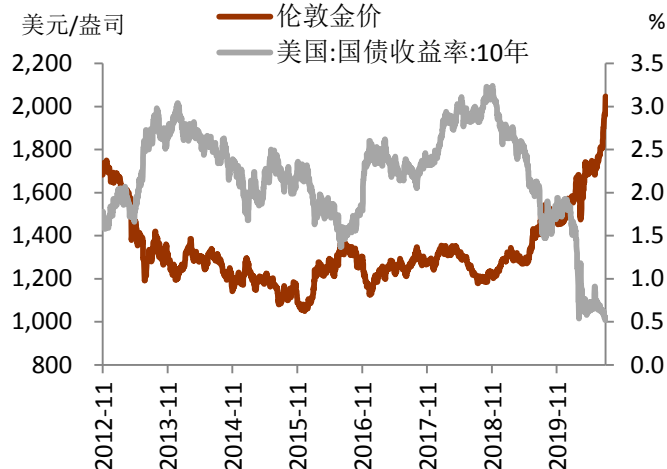


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 3 金价与美元指数走势变化



图表 4 金价与美债利率走势变化



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

二、贵金属价格影响因素分析

在欧美宽松放水力度不减，美国经济表现相对处于弱势，且财政赤字高企的多重因素下，美元指数近一个月持续走弱至 92.5，创近两年多新低。通胀预期抬升下美国实际利率已跌至新低，再加上中美关系紧张局势加剧，叠加疫情忧虑，市场避险情绪旺盛。多重利好提振贵金属价格大幅上涨。

1、美国经济复苏不确定性加大，刺激计划持续加码

5月中旬美国各州陆续推进复产复工、财政货币双管刺激下，多项经济指标出现改善，美国经济最差的时候大概率已经过去。但是，6月中旬以来美国疫情出现二次反弹，部分疫情严重州收紧防疫政策。这可能加大美国当前复苏的内生脆弱性。美国2季度GDP季调环比折年率继续大幅下滑至-32.9%，大幅低于前值的-5.0%，创二战之后季度GDP环比增速最大跌幅。其中实际个人消费支出环比萎缩34.6%，新冠疫情期间，美国多个州颁布“居家令”，重创生产消费活动，对经济造成严重冲击。消费是主要拖累，政府支出成为主要支撑。分项数据显示，2季度消费、投资、库存环比下滑，政府支出、净出口环比上升。其中，消费（尤其是服务消费）受冲击最为严重，环比拖累24.4%。投资受企业收缩设备投资与房地产市场下滑影响，环比拖累增至5.9%。库存环比拖累4.8%，较上期-1.7%继续放大。受益于财政刺激计划的落地，政府支出实现环比拉动0.5%，成为主要拉动。

美国就业市场复苏在7月份有所放缓。美国劳工部数据显示，7月25日当周初请失业金人数增至143.4万人，前一周为142.2万人，当周续请失业金人数为1,701.8万人。当周申请失业金人数从3月以来首次出现反弹。美国7月ADP就业人数增16.7万人，远不及预期的增150万人，前值增236.9万人。就业市场复苏在7月有所放缓，经济放缓对各个规模和行业的企业都产生影响。最新公布的疲弱的ADP数据暗示即将公布非农就业报告可能会进一步的疲软，这令美元指数继续承压。

美联储在7月29日的议息会议上维持利率区间不变，仍然维持资产购买。联储对疫情表示高度关注，重申“将使用各种工具来支持美国经济”。美国两党正就第二轮1万亿美元规模以上的刺激计划进行激烈讨论，预计新一轮刺激计划即将出台，在对冲政策再次加码的背景下，美国经济最差的时候大概率已经过去。美联储本次会议决议暗含了疫情对美国经济影响的悲观预期，因此维持了货币政策的宽松。在疫情危机完全结束之前，美联储有很大的意愿将美债利率维持在低水平，以支撑美国财政的扩张。美债利率仍将保持在0.55%附近波动，但美债实际收益率却在持续下滑，从年初的约0.1%降至-1.06%，为历史的最低水平，两者之差也印证了通胀预期的不断抬升。

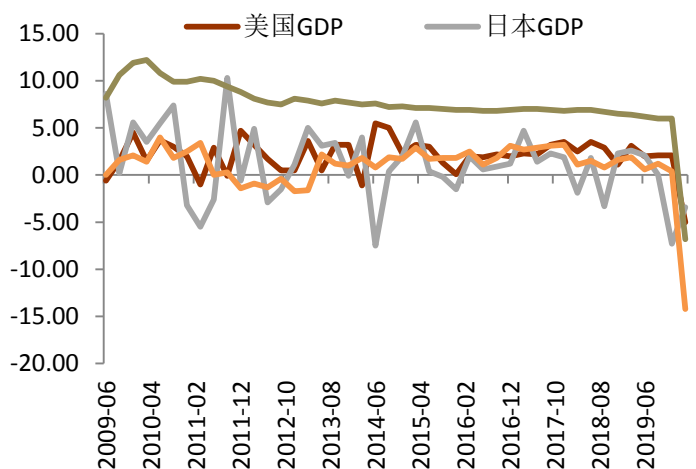
2、欧元区经济持续复苏，欧央行重申宽松立场

欧洲经济持续复苏，疫情短期暂未有二次爆发风险。德国、法国和西班牙二季度经济环比分别下降 10.1%、13.8%和 18.5%，折合环比年率降幅大于美国。但从 PMI 指标来看，6 月法国制造业和服务业 PMI 指数均大超预期，并站上荣枯线。德国经济环比持续改善，但尚未到荣枯线。意大利服务业虽环比改善，但仍处于较低水平。欧洲在后续修复前景上强于美国，但疫情仍然是决定经济修复速度最重要的不可控变量。

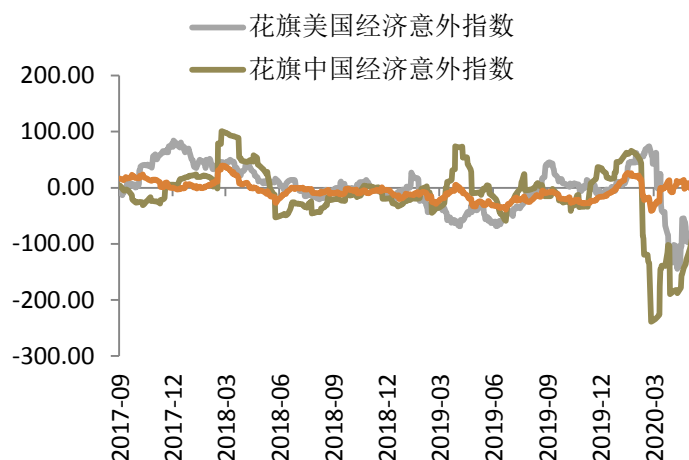
7 月欧央行会议利率维持不变，并维持 PEPP（紧急抗疫救助计划）规模不变，增量购买至少持续到 2021 年 6 月，到期资产再购买至少持续到 2022 年底。欧央行重申目前经济复苏的速度和前景存在巨大的不确定性，将酌情调整欧央行所有工具，以确保通胀持续朝其目标发展。

另外，欧盟领导人就规模 7500 亿欧元的复苏基金达成协议，实现联合发债协议，经济复苏计划总金额 7500 亿欧元，其中 3900 亿欧元为补贴，3600 亿欧元为贷款形式，由成员国自行决定是否采用。欧洲峰会关于复兴计划的讨论已延期，目前市场对欧洲复兴基金已不抱希望。但如果超预期推出，将对欧洲经济、欧元及欧洲股市形成较强的支撑。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

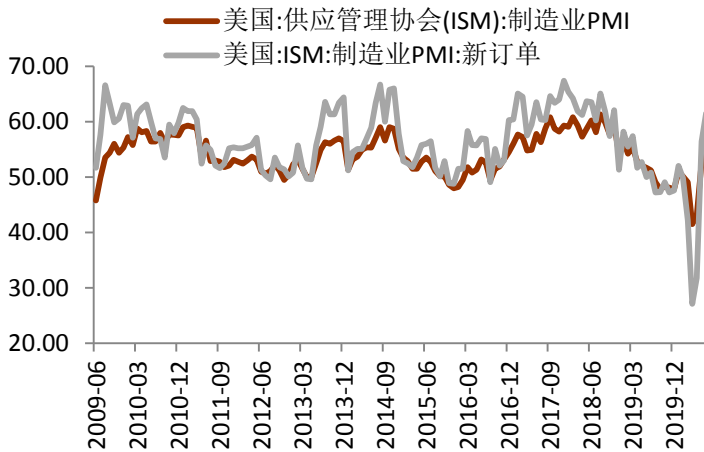


图表 6 全球主要经济体经济意外指数

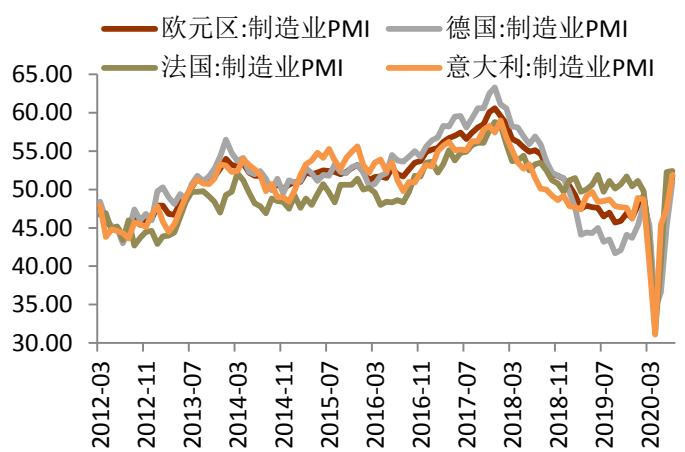


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

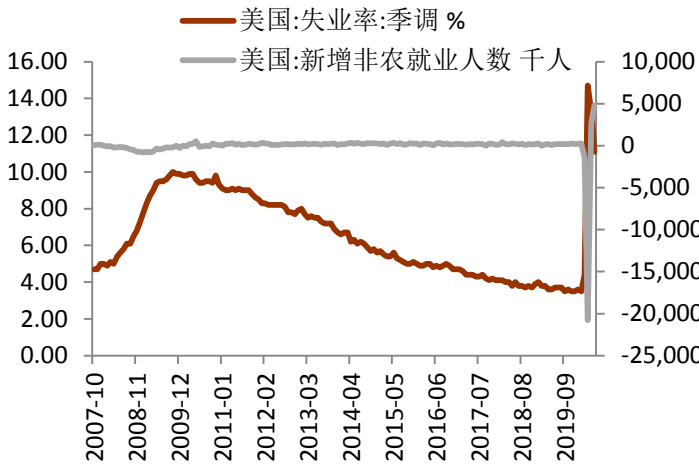


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

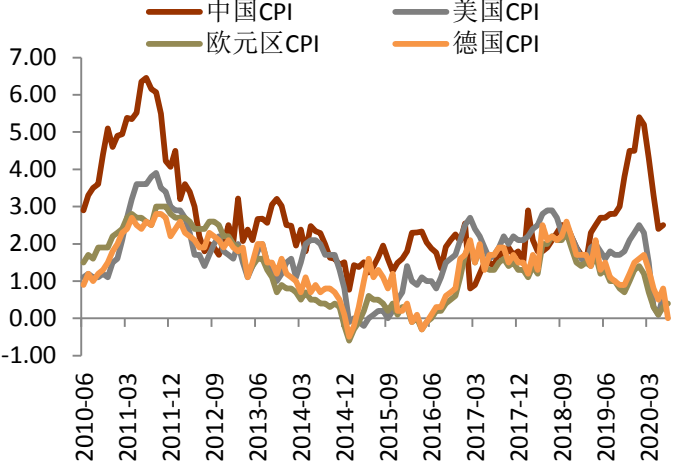


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化

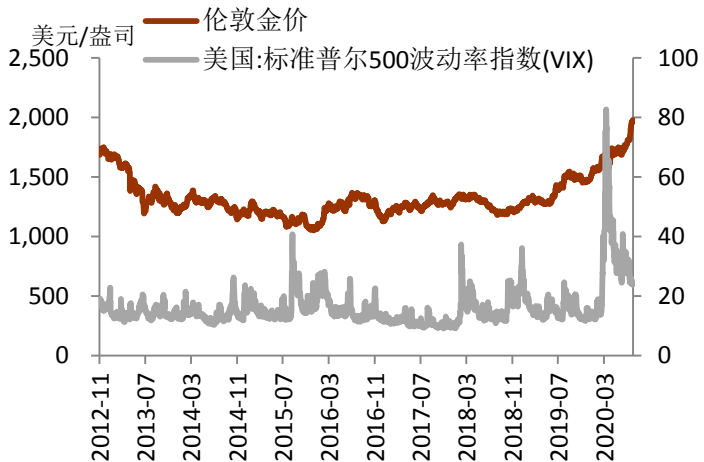


图表 10 主要经济体 CPI 变化

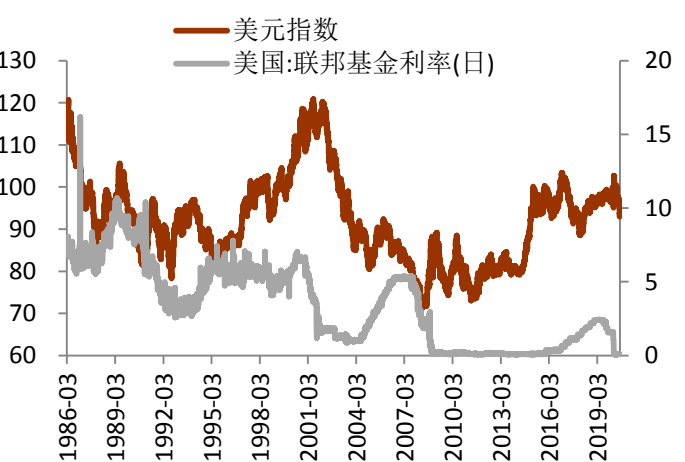


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

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

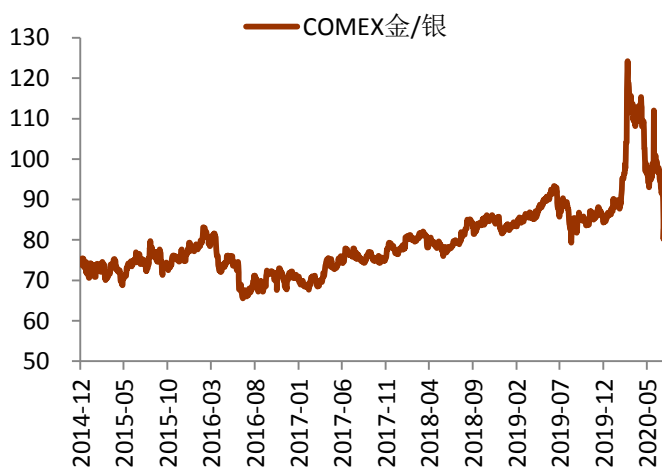
金银比价在今年3月中旬达到124的历史高点开始持续回落，目前已经回调到75附近。从历史上看，每一轮金银比价的回络都是由金价上涨后期银价的补涨而完成的，这一次也不例外。

在3月份美元的流动紧张得到缓解后，伴随海外疫情逐步得到控制经济重启，有色金属和贵金属均出现持续大幅的上涨，金价也不断创出历史新高，目前已经涨至2050美元/盎司。从绝对价格来看，银价在7月底虽已上涨至25美元/盎司一线，但距离50美元/盎司的历史高点还有很大距离。白银的绝对价格仍处于低位，银价存在补涨的客观需求。从相对价格来看，虽然金银比价在今年快速上涨不断创历史新高，最高上涨至120上方之后快速回落，但相对于60的历史均值，但仍然处于较高的水平。

目前全球市场从疫情风险中逐步走出，经济环比出现明显的改善，市场的风险偏好抬升，工业属性更强的银价有补涨的动力。海外疫情反复的影响，今年一些铜铅锌等矿山出现关停或者减产的情况，伴生矿产白银的供给今年出现下滑。而近期全球第四大白银生产商泛美白银宣布其2座在秘鲁的银矿因发现病例而暂停运营，涉及银矿规模约占白银全球产量的0.8%，也助推了近期银价的飙升。矿端供应的扰动，这给予市场很大的想象空间。

虽然近期白银价格飙涨至27美元/盎司一线，但依然还有较大的上涨空间和动力，短期金银比价有望继续回落。

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 月大幅反弹修复，近两个月都一直在 40 美元/桶一线窄幅震荡。而金价继续走强，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 下方后波动率减弱，目前在 47 一线。

长期来看原油将保持供需面趋宽松的格局，而金价有望继续走强，黄金原油的比价还有预计会上行。

图表 13 原油/黄金比价变化



图表 14 金价与油价走势对比



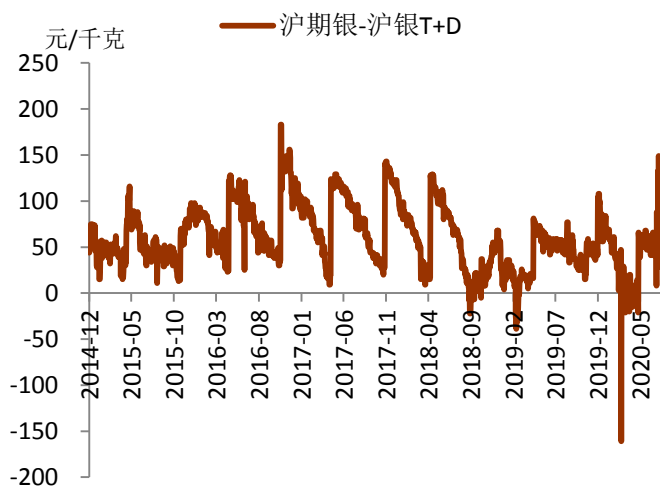
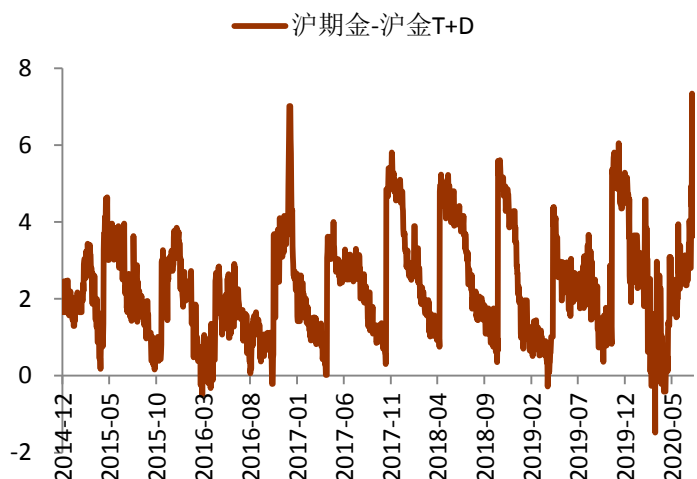
资料来源：Wind，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

COMEX 期金和伦敦现货黄金的价差在 4 月因库存不足一度出现极值，之后库存的问题缓解价差回归到在 0-20 美元/盎司正常区间。进入 8 月，金银价出现加速上涨，国外黄金的期现价差在 8 月 4 日又扩大至 60 美元/盎司。国内金银的期现价格近期出现快速扩大，目前沪期金与沪金 T+D 的价差在 5 元/克，沪期银与沪银 T+D 的价差在 65 元/千克，处于较高的位置，预计后期国内外黄金白银的期现价差会逐步回归。

图表 15 沪期金与沪金 T+D 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。截至 8 月 4 日，已经达到 3647.57 万盎司，为历史新高，比上个月底的库存增加了 10%，比去年同期大幅增加 368%。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。

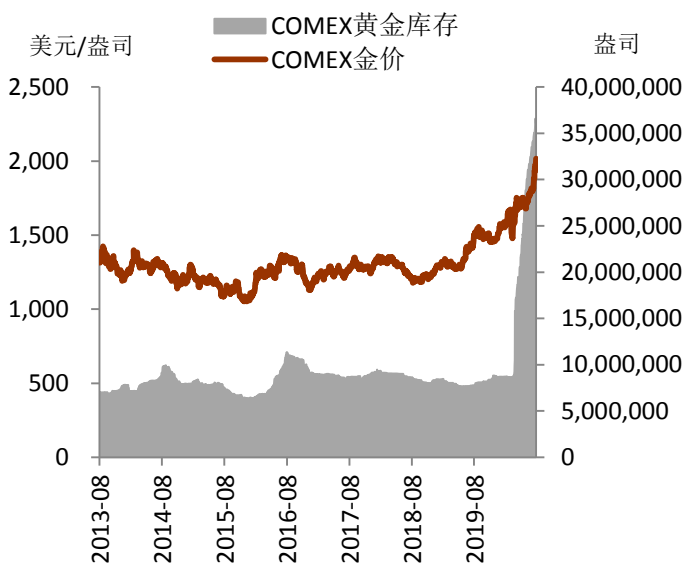
COMEX 白银期货的库存变化不大，在连续 3 个月小幅下降，6、7 月份小幅增加，也处于高位，目前有 3.36 亿盎司，比上月增加 3.42%，比去年同期增加 8.11%。国内的白银库存持续增加，目前已经有近 7000 吨。特别是上海黄金交易的白银库存持续增加至 4850 吨，而上海期货交易所的白银库存 3 月中旬达到 2487 吨的高点后开始持续下降至 5 月 20 日的 2006 吨之后，又开始缓慢增加，目前有 2126 吨。

图表 17 COMEX 贵金属库存变化

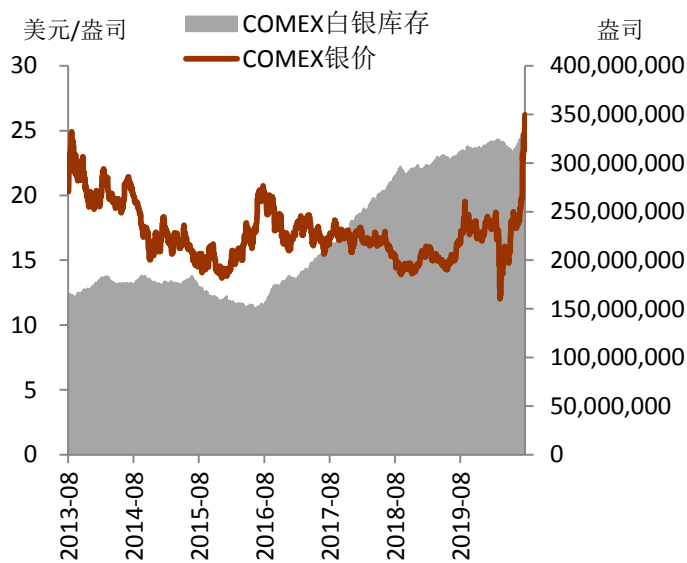
	2019/8/6	2020/7/7	2020/8/4	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	7782438	32969570	36475750.93	3506181	10.63%	28693313	368.69%
白银(千盎司)	310915.8	324996.2	336125.28	11129	3.42%	25209	8.11%

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

随着近金价的上涨，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8月4日，其持金量为1257吨，比去年同期增长50%。白银ETF的投资需求从今年1月开始也持续快速增加。在金价大幅上涨之后，白银的投资价格洼地凸显。白银ETF的持仓在近两个月快速增加，截至8月4日，全球白银ETF的持仓量超过25000吨，其中最大的白银

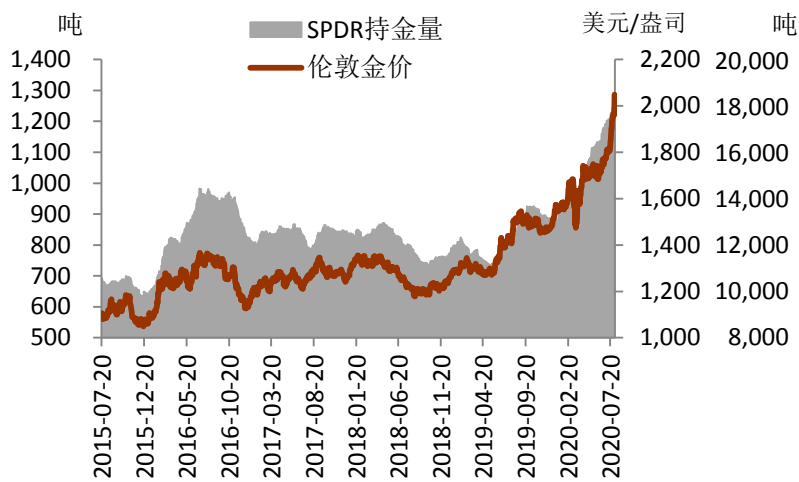
ETF-ishares 的白银持有量 17629 吨，比去年同期大幅增加 60%。目前市场对贵金属的投资需求保持旺盛，预计贵金属 ETF 的持仓量还会继续大增。

图表 22 贵金属 ETF 持仓变化

单位：吨	2019/8/6	2020/7/6	2020/8/4	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2409.05	3222.04	3375.67	154	4.77%	967	40.12%
SPDR 黄金持仓	819.32	1191.47	1257.73	66	5.56%	438	53.51%
ETF 白银总持仓	18719.02	25053.19	27168.57	2115	8.44%	8450	45.14%
ishares 白银持仓	11070.34	15614.20	17640.69	2026	12.98%	6570	59.35%

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



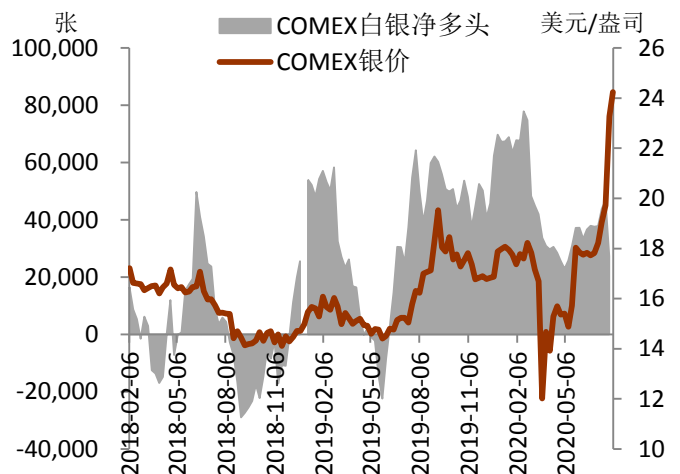
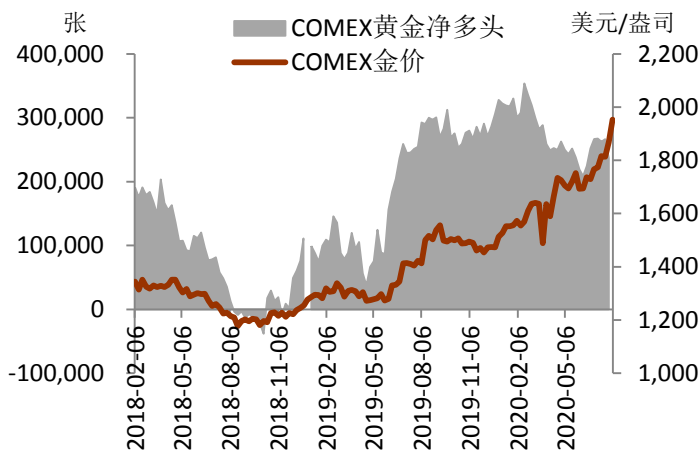
资料来源：Wind，铜冠金源期货

6、CFTC 持仓变化

投机资金的流向是助推行情的直接因素。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。从 CFTC 的统计数据来看，COMEX 黄金期货的净多单减少有限，但白银期货的非商业性净多单下降幅度很大，5 月份的低位比 2 月份的最高位减少了 70%，之后虽有回升，但增加非常有限。截至 2020 年 7 月 28 日的最新数据，COMEX 黄金期货的非商业性净多持续减少为 236801 张，COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量仅为 27308 张，比 2 月 18 日的高位 7.87 万张减少近 2/3。COMEX 白银期货的非商业性净多单相对于黄金期货仍处于低位，显示后期白银价格的会有更大的弹性和上涨空间。

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：

当前推动金价上涨的因素包括对于新冠肺炎疫情打击全球经济的担忧、美元持续走弱、美国实际利率维持一直走低、大量资金流入 ETF 等，地缘政治风险升温也进一步推动金价。目前支撑贵金属的继续看涨的因素并没有改变，我们继续看好贵金属价格的后期走势。白银价格近期虽然涨幅猛烈，但仍具继续上涨的潜力，短期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 1900-2200 美元/盎司之间、COMEX 期银的主要波动区间在 25-30 美元/盎司之间。

投资策略建议：金银逢低做多

风险因素：美国经济复苏超预期

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。