

2020年9月3日 星期四



美元存反弹动力

金银仍处于调整格局

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

要点

- 最近美联储调整货币政策执行框架,这将提升美国未来通胀和货币政策宽松预期,预计美元指数的长期走势将继续震荡下行,我们长期看好贵金属价格的观点保持不变。
- 美国第二波疫情趋势回落叠加新冠疫苗取得进展,以及美国经济数据好于预期,增强了市场对经济稳步复苏的乐观预期。从资金流向来看,结合近期美国经济数据的好转,短期美元指数大概会反弹,将压制贵金属价格走势。
- 我们认为贵金属仍处于阶段性调整格局。预计近一个月COMEX期金主要波动区间在1800-1950美元/盎司之间、COMEX期银的主要波动区间在23-28美元/盎司之间。

投资策略建议:金银阶段性逢高沽空

风险因素:美国经济复苏差于预期、大规模的刺激政策推出

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、 美国经济数据好转，复苏预期增强	5
2、 美元指数短期反弹概率大	5
3、 美联储调整货币政策执行框架的影响	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	8
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

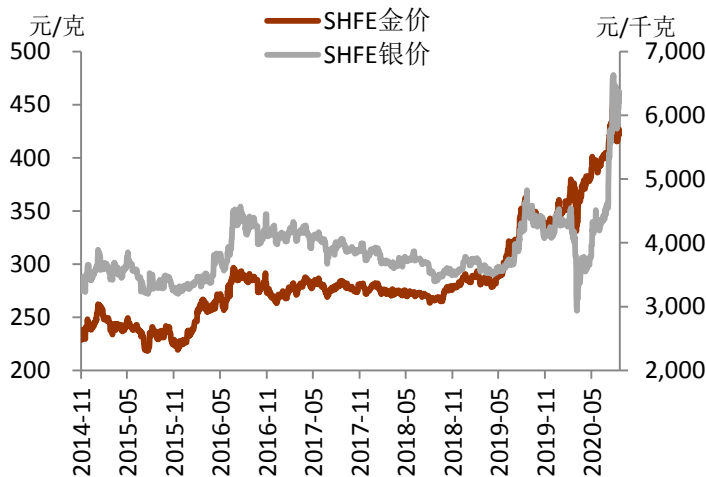
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势.....	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势.....	4
图表 3 金价与美元指数走势变化.....	4
图表 4 金价与美债利率走势变化.....	4
图表 5 金价与 VIX 指数负变化.....	6
图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化.....	6
图表 7 主要经济体 GDP 增速变化.....	7
图表 8 全球主要经济体经济意外指数.....	7
图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化.....	7
图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化.....	7
图表 11 美国就业情况变化.....	7
图表 12 主要经济体 CPI 变化.....	7
图表 13 COMEX 金银比价变化.....	8
图表 14 沪期金银比价变化.....	8
图表 15 原油/黄金比价变化.....	9
图表 16 金价与油价走势对比.....	9
图表 17 沪期金与沪金 T+D 价差变化.....	9
图表 18 沪期银与沪银 T+D 价差变化.....	9
图表 20 COMEX 黄金库存变化.....	10
图表 21 COMEX 白银库存变化.....	10
图表 22 上海黄金交易所白银库存变化.....	11
图表 23 上海期货交易所白银库存变化.....	11
图表 25 黄金 ETF 持仓变化.....	12
图表 26 白银 ETF 持仓变化.....	12
图表 27 CFTC 黄金净多头持仓变化.....	12
图表 28 CFTC 白银净多头持仓变化.....	12

一、贵金属行情回顾

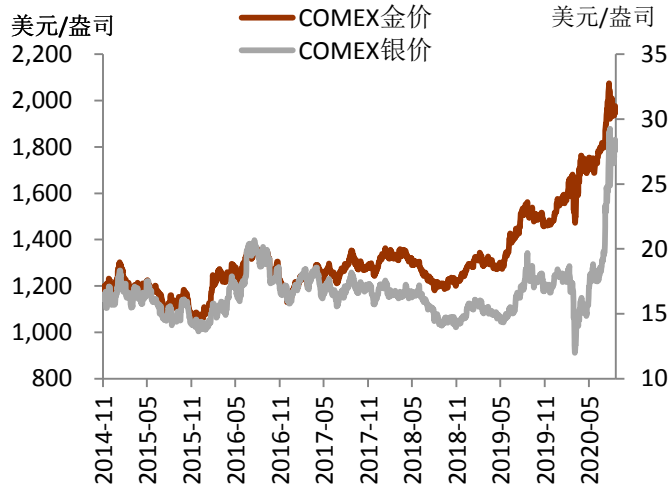
8月贵金属价格冲高回落。COMEX期金在8月7日冲高至2089美元/盎司的历史高点，在好于预期的7月非农就业数据公布后，一直持续走弱的美元指数出现反弹，再加上俄罗斯疫苗的消息提振了市场的风险偏好，贵金属价格大幅回调。在前期多单获利回调及杠杆资金的出逃下，COMEX期金快速回调至1874美元/盎司的低位。之后在美国财政刺激磋商陷入僵局以及中美贸易紧张局势加剧的情况下，美元指数低位震荡，但金银价格出现一波反攻，一度接近前期高点。美联储8月27日的全球央行年会上，宣布对货币政策执行框架进行调整，市场对此调整的反应非常混乱，贵金属价格走强较强但整体仍然处于调整格局之中。

近三个月人民币兑美元汇率在出现持续的升值，8月国内金银价格整体走势弱于外盘。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

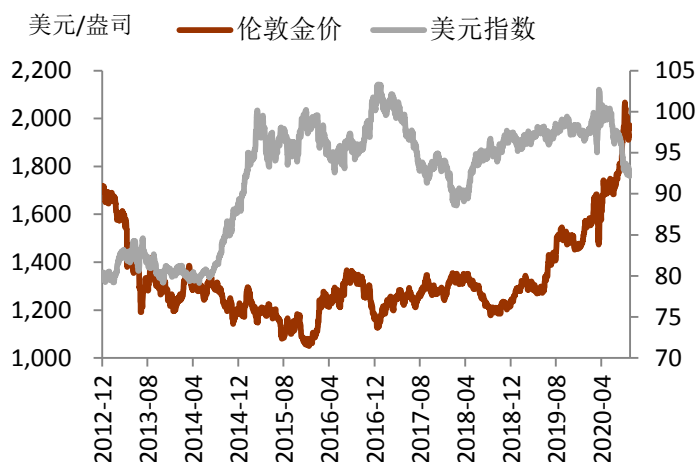


图表2 近5年COMEX金银价格走势

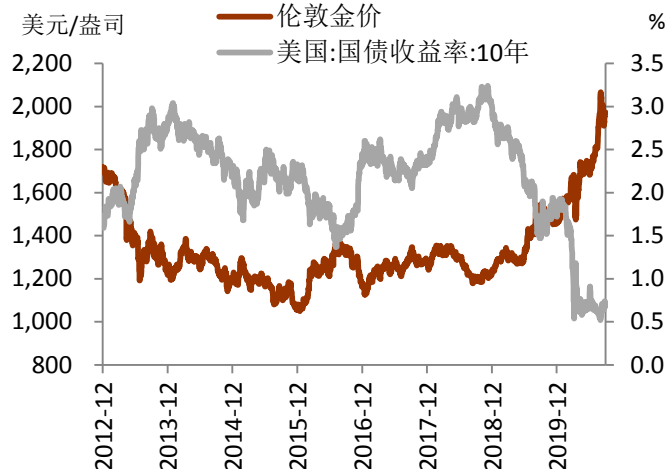


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

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

美国新一轮财政刺激政策迟迟未能推出，美国 7 月就业数据改善，美国第二波疫情趋势回落叠加新冠疫苗取得进展，增强了市场对经济稳步复苏的乐观预期。美联储货币政策执行框架调整将提升美国未来通胀和货币政策宽松预期，预计中长期美元指数将继续震荡下行。但从资金流向来看，结合近期美国经济数据的好转，短期美元指数大概会反弹。

1、美国经济数据好转，复苏预期增强

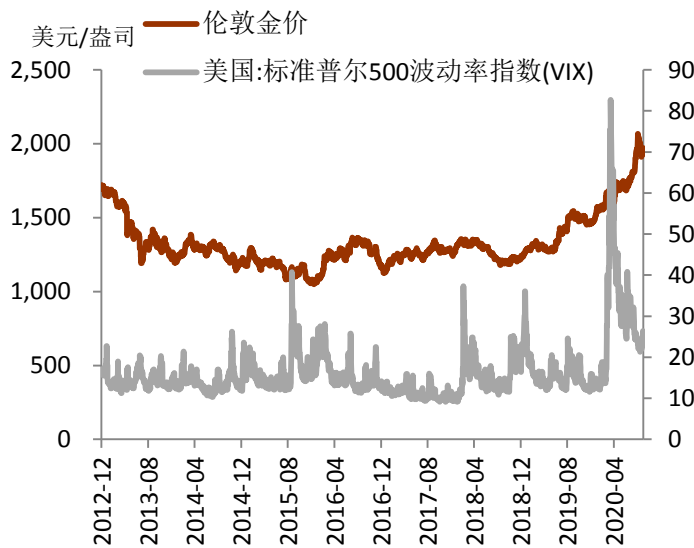
美国第二季度实际 GDP 年化季率修正值下滑 31.70%，仍为有记录以来最大降幅。美国二季度个人消费支出(PCE)年化季环比修正值-34.1%，预期-34.2%，初值-34.6%。美国 8 月 22 日当周初请失业金人数为 100.6 万人，预期为 100 万人，前值为 110.6 万人。美股房地产市场表现强劲，美国 7 月成屋签约销售指数环比升 5.9%，预期升 3%，前值升 16.6%；同比升 15.4%，预期升 10.8%，前值升 12.7%；7 月成屋签约销售指数为 122.1，前值修正为 115.3。美国 7 月工厂订单增幅高于预期之后，美国 8 月 ISM 制造业 PMI 因新订单激增升至 56，为近两年高位，增强了市场对经济稳步复苏的乐观情绪。

美国 7 月就业数据改善，美国第二波疫情趋势回落叠加俄罗斯注册新冠疫苗，共同导致美国实际利率与名义利率底部回升。在美联储发布 7 月份的会议纪要对未来宽松承诺不及预期，美元指数也从两年低点反弹。因为共和党和民主党存在很大分歧，美国新一轮财政刺激政策方案迟迟未能推出。有政府官员表示，可能会达成规模约为 5,000 亿美元的规模较小的疫情救助议案，而不是之前预期的 1-3 万亿美元规模。这个消息也暗示接下来的财政刺激政策可能不及预期。关注本周五将公布的美国 8 月非农就业数据表现。

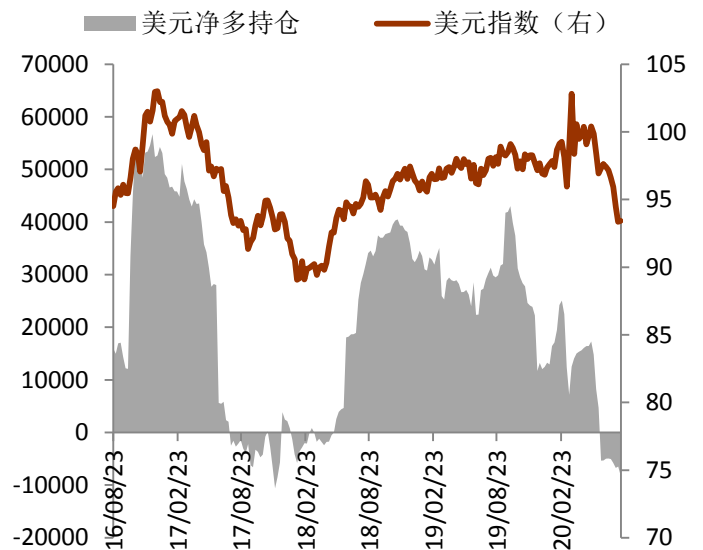
2、美元指数短期反弹概率大

今年第二季度开始的美元指数的持续下行，8 月底跌至 91.7 的近两年低位。美元指数的下行也伴随着美元指数期货净多头寸的快速下降，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。处于极值的美元指数期货头寸随时可能出现反转。截止 8 月 25 日，美元指数的非商业性为净空单 7773 张，近两周净空单确实出现了小幅减少。结合近期美国经济数据的好转，预计美元指数期货上的空头资金会继续流出，这将助推美元指数出现反弹而压制金价走势。从 CFTC 的美元指数期货的持仓来看，显示了美元指数阶段性有反弹的预期。

图表 5 金价与 VIX 指数负变化



图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化



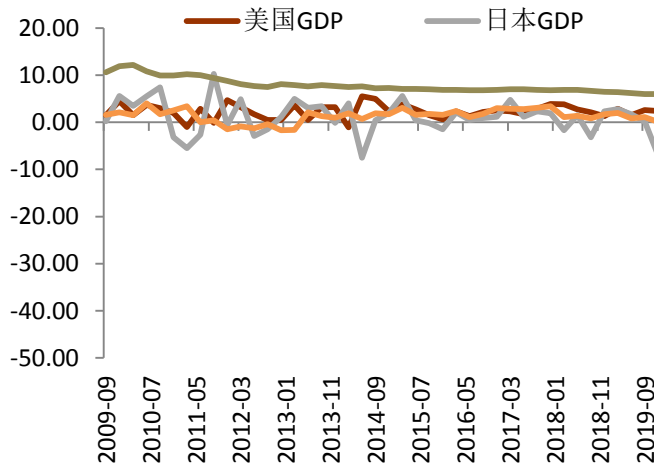
资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

3、美联储调整货币政策执行框架的影响

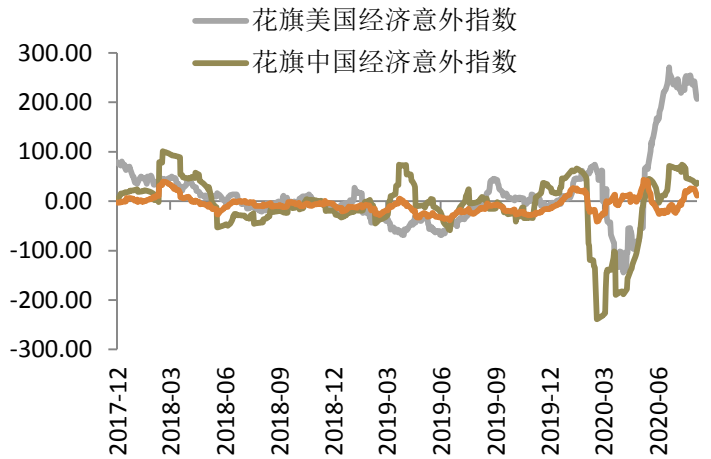
美联储主席鲍威尔在 2020 年杰克逊霍尔全球央行大会中宣布对货币政策执行框架进行重大调整，一是将通胀制度转换为灵活的平均通胀目标制，这提升未来通胀预期，美国通胀可能在未来较长时间内维持在 2% 以上水平。二是提高对就业市场过热的容忍度。当前疫情二次爆发的影响还继续，美联储大规模刺激并未显著促进实体经济的恢复，美国经济仍处于修复期，经济回归常态仍需时日。这为美债名义收益率保持低位提供了一定基础。从通胀角度来看，当前通胀预期距离 2.0% 的美联储控制目标还有一定空间，美联储将把通胀目标调整为一个平均水平，对通胀的容忍度更大，这将允许通胀在美联储加息前升到比之前高的水平，通胀控制目标上限有所提高，也使得美联储后期的刺激政策有更大操作的空间。从这个角度来看，美联储可能在今后 2-3 年内都将不再加息，而一般只有在加息前一年才开始收缩 QE。本次政策调整将提升美国未来通胀和货币政策宽松预期，预计年内美元将继续震荡下行并对黄金起到有效支撑；大选前鲍威尔的鸽派风格将成为持续驱动美股上行的动力。

鉴于美联储对于负利率的抗拒态度未改，未来的宽松政策仍将集中在数量型领域，美联储资产负债表规模将继续向 8 万亿美元挺进。由于货币政策存在能力边界，需要和财政政策配合开展，下半年美国经济的复苏强度仍将在极大程度上取决于财政刺激政策能否在 9 月国会复会后如期落地。

图表 7 主要经济体 GDP 增速变化

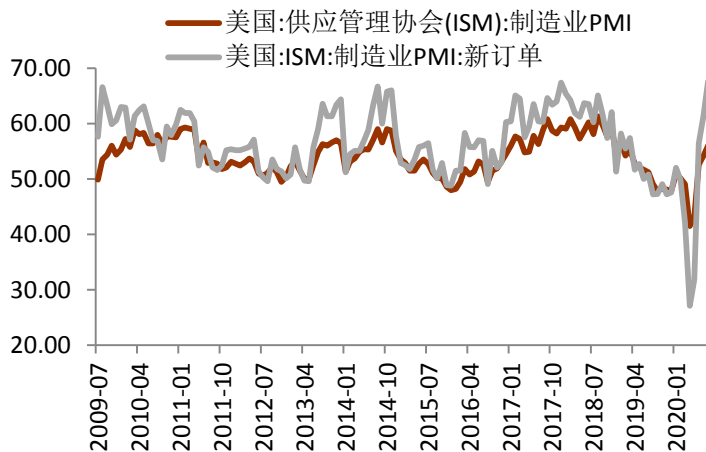


图表 8 全球主要经济体经济意外指数

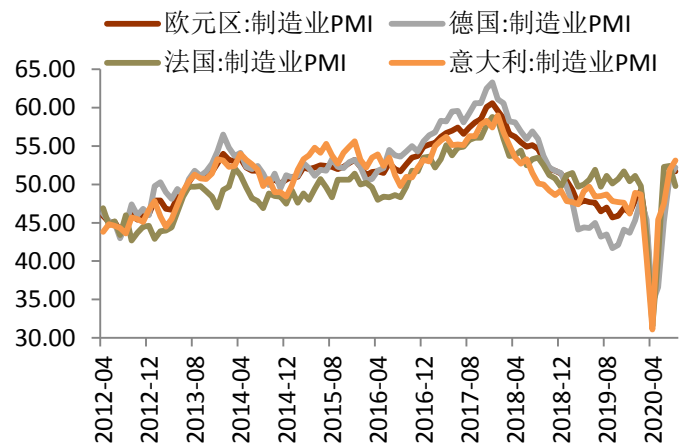


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

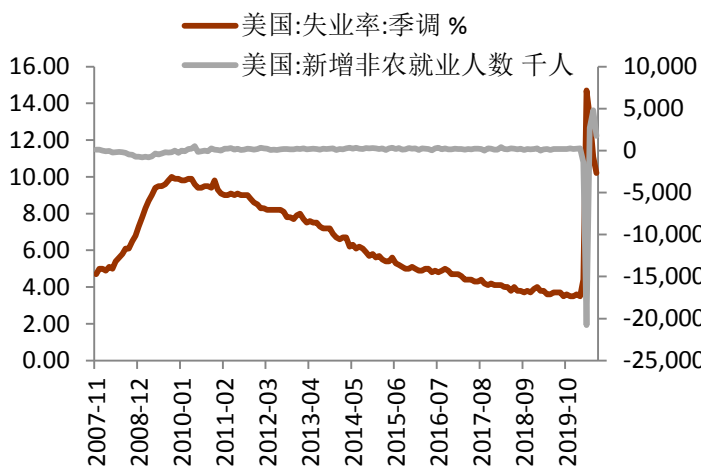


图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化

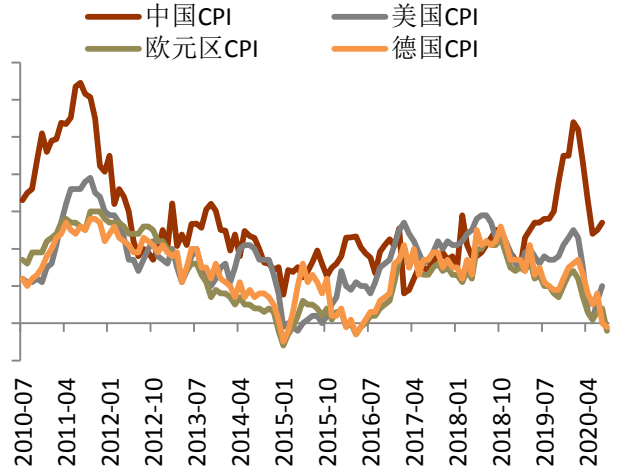


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 11 美国就业情况变化



图表 12 主要经济体 CPI 变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

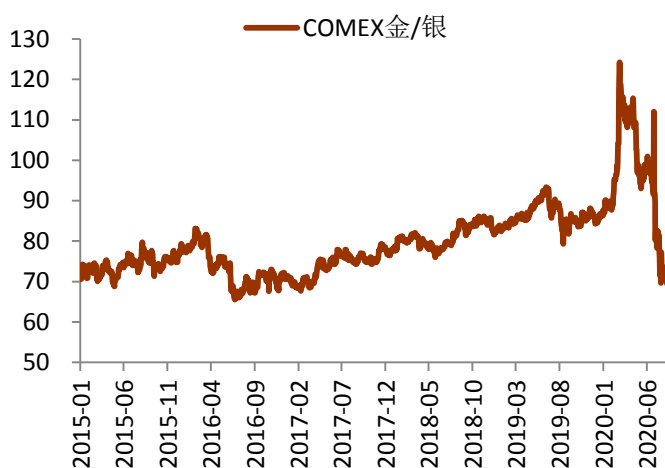
三、市场结构及资金流向分析

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。从历史上看，每一轮金银比价的回落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。近几个月伴随着金银价格的剧烈波动，金银比价的波动率加大，已持续回落至69一线，处于均值区间，预计后期金价比价下跌空间不大，反弹的概率更高。

当前金银价格距离8月初的高位仅一步之遥，但从绝对价格来看，白银价格距离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，银价依然存在补涨的客观需求，所以在8月初大幅回调之后，近期银价的走强依然较金价更为强劲。但银价的高波动率也决定了它在下跌中更加猛烈，我们认为，在调整之后白银依然有较大的上涨空间和动力。

图表 13 COMEX 金银比价变化



图表 14 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，从6月开始一直都在40美元/桶一线窄幅震荡。而金价波动剧烈，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45一线波动。当前黄金与原油的相关性明显下降。

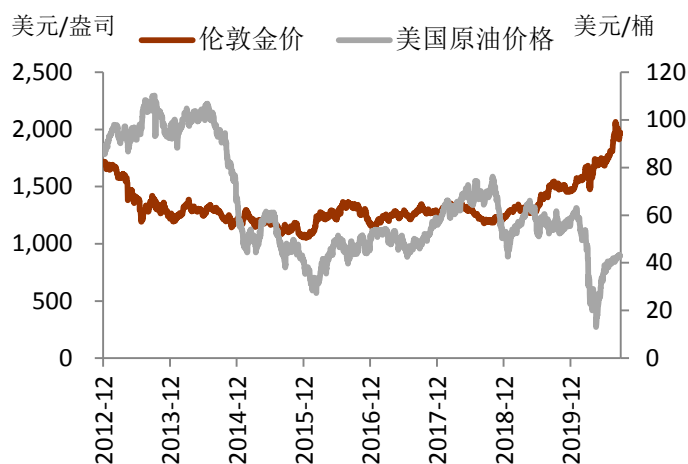
虽然原油价格低位震荡，但其他大宗商品在今年二季度普遍上涨，通胀预期抬升提振了金价走势。长期来看原油将保持供需面趋宽松的格局，而金价有望继续走强，黄金原油的比价还有预计会上行。

敬请参阅最后一页免责声明

图表 15 原油/黄金比价变化



图表 16 金价与油价走势对比

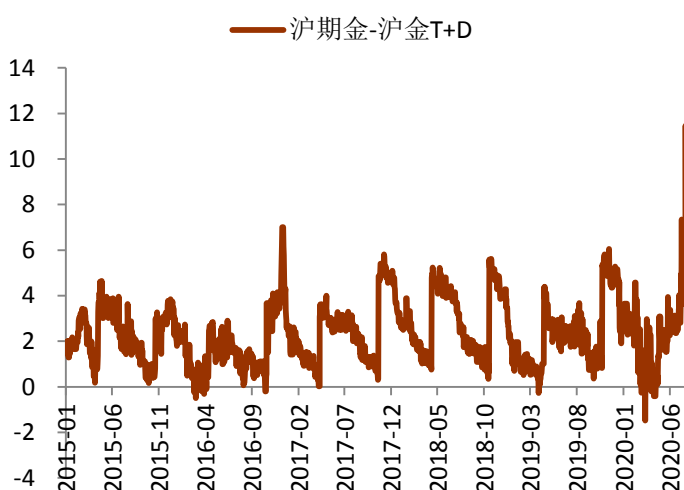


资料来源：Wind，铜冠金源期货

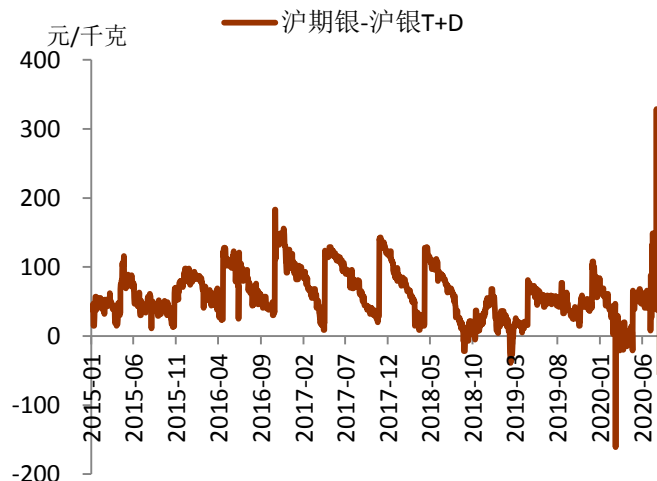
3、期现及跨期价差变化

金银价格在 8 月波动剧烈，随之而来的期现价差也出现大幅波动。在 8 月 12 日金银价大幅回调后低位反弹的当日，国内金银的期现价格快速扩大。沪期金与沪金 T+D 的价差一度达到 11 元/克，而沪期银与沪银 T+D 的价差当日一度达到 300 元/千克以上，这种极端的价差非常罕见转瞬即逝，快就回归。当前贵金属波动率很高的情况下，出现期现套利机会的机会增加，值得关注。

图表 17 沪期金与沪金 T+D 价差变化



图表 18 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。黄金库存从前期一直不足 1000 万盎司的水平在 4 个月内迅速增加至 7 月份的 3600 万盎司以上。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。进入 8 月后，黄金库存增加的趋势才有所减缓。截至 9 月 1 日，COMEX 黄金期货的库存已经达到 3714 万盎司，为历史新高，比上个月底的库存增加了 1.83%，比去年同期大幅增加 359%。

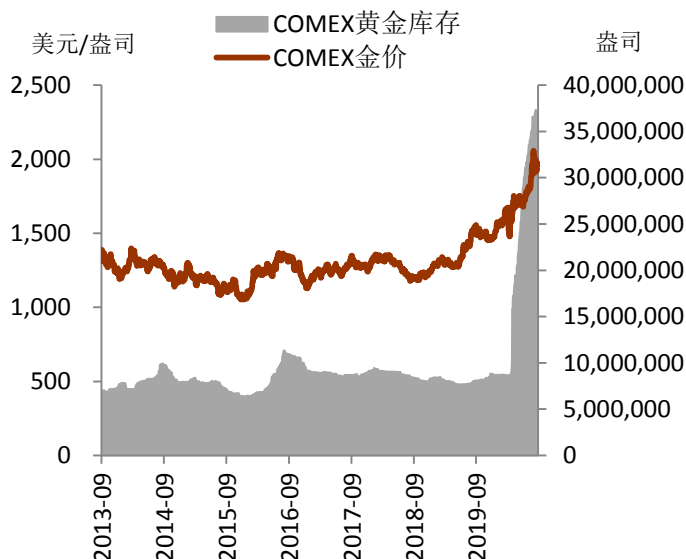
COMEX 白银期货的库存相对于黄金变化不大，在连续 3 个月小幅下降，6、7、8 月份连续 3 个月小幅增加，目前有 3.45 亿盎司，比上月增加 2.78%，比去年同期增加 11%。国内的白银库存持续增加，目前已经有近 7500 吨。特别是上海黄金交易的白银库存持续增加至 5250 吨，而上海期货交易所的白银库存 3 月中旬达到 2487 吨的高点后开始持续下降至 5 月 20 日的 2006 吨之后，又开始缓慢增加，目前有 2248 吨。

图表 19 COMEX 贵金属库存变化

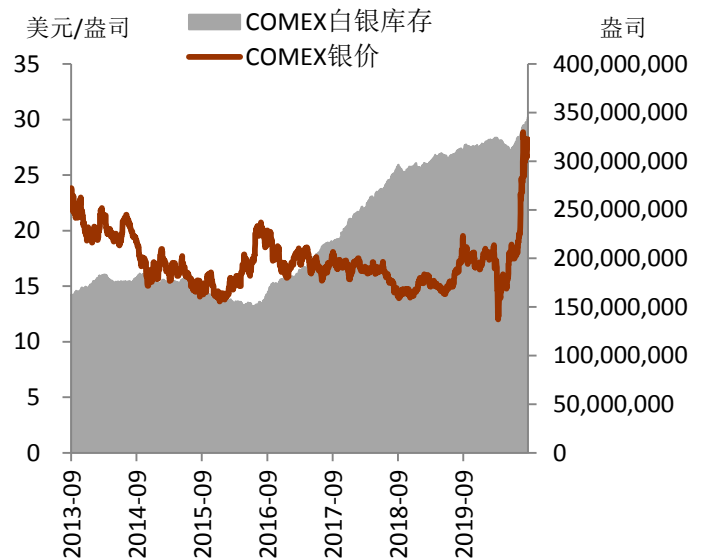
	2019/9/4	2020/8/4	2020/9/1	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	8092020	36475750	37144285.9	668536	1.83%	29052266	359.02%
白银(千盎司)	310580.7	336125.3	345468.41	9343	2.78%	34888	11.23%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

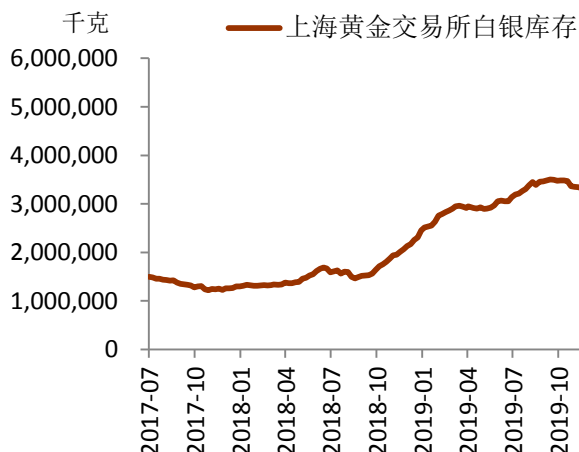
图表 20 COMEX 黄金库存变化



图表 21 COMEX 白银库存变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 22 上海黄金交易所白银库存变化

图表 23 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。虽然 8 月贵金属价格出现一波大幅回调，但投资者对金银的投资热情依然不减。黄金 ETF 的持仓从 3 月下旬开始持续增加，截至 9 月 1 日，全球最大的黄金 ETF - SPDR Gold Trust 持金量为 1250 吨，较上月基本持平，比去年同期增长 35%。在金价大幅上涨之后，白银的投资价格洼地凸显。白银 ETF 的投资需求从今年 1 月开始也持续快速增加。白银 ETF 的持仓在近 3 个月快速增加，截至 9 月 1 日，全球白银 ETF 的持仓量超过 27800 吨，其中最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 17855 吨，比去年同期大幅增加 40%。目前市场对贵金属投资需求不减，相关投资品均受到投资者的青睐，预计贵金属 ETF 的持仓量还会继续大增。

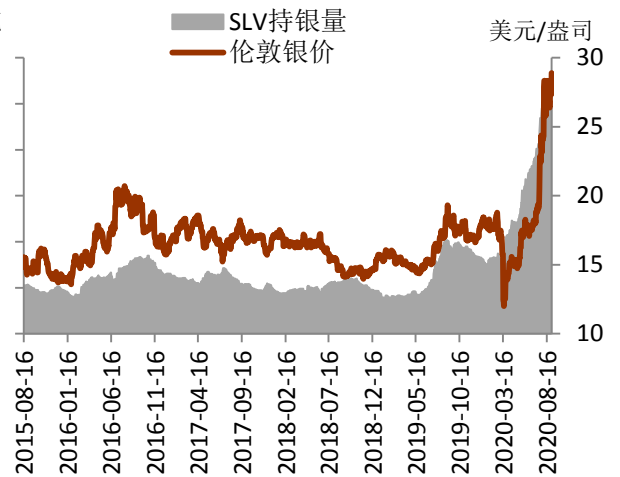
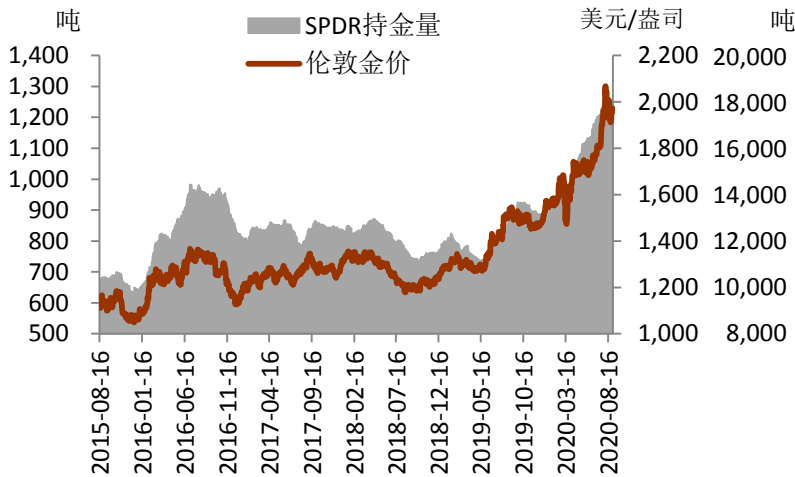
图表 24 贵金属 ETF 持仓变化

单位：吨	2019/9/3	2020/8/3	2020/9/1	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2503.85	3365.65	3393.22	28	0.82%	889	35.52%
SPDR 黄金持仓	854.84	1248.38	1250.63	2	0.18%	396	46.30%
ETF 白银总持仓	19858.50	27169.81	27858.31	689	2.53%	8000	40.28%
ishares 白银持仓	11824.13	17669.66	17855.07	185	1.05%	6031	51.01%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 25 黄金 ETF 持仓变化

图表 26 白银 ETF 持仓变化



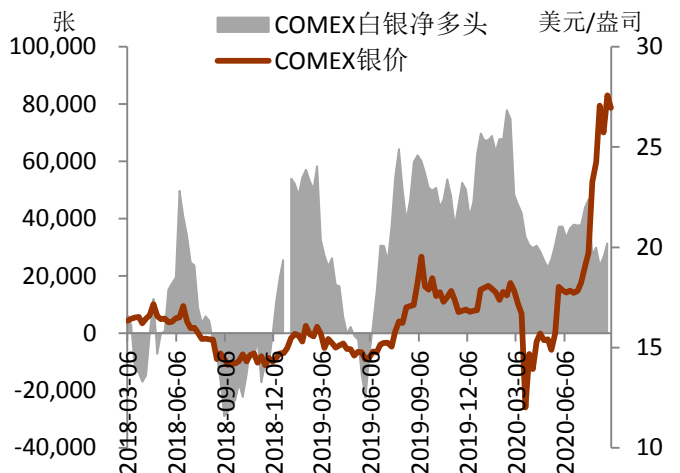
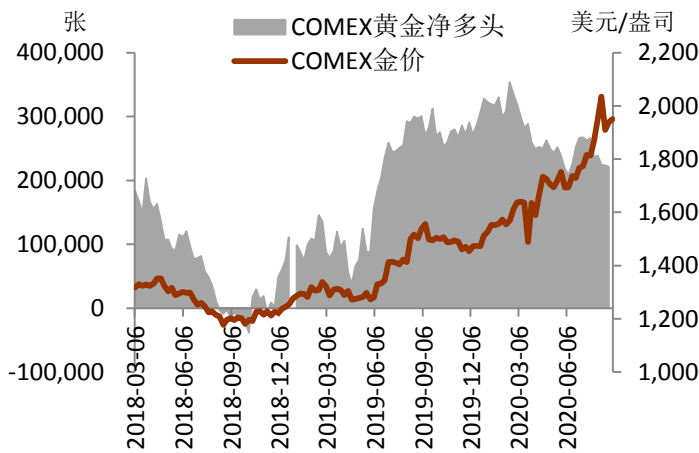
资料来源：Wind，铜冠金源期货

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，之后就呈下降趋势，虽然在 5 至 7 月出现过增加，但远不及前期的高点。从 CFTC 的统计数据来看，COMEX 黄金期货的净多单持仓下降有限，但白银期货的非商业性净多单下降幅度很大。截至 2020 年 8 月 25 日的最新数据，COMEX 黄金期货的非商业性净多持续减少为 221038 张，依然延续了 7 月下旬以来的下降趋势；而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量仅为 31337 张，虽然比 2 月 18 日的高点大幅减少，但近两周都有小幅增加，这也是近期银价走势强于金价是直接助推因素。整体来看，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，预示后期白银价格的会有更大的弹性和上涨空间。

图表 27 CFTC 黄金净多头持仓变化

图表 28 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：

最近美联储调整货币政策执行框架，这将提升美国未来通胀和货币政策宽松预期，预计美元指数的长期走势将继续震荡下行，我们长期看好贵金属价格的观点保持不变。

美国第二波疫情趋势回落叠加新冠疫苗取得进展，以及美国经济数据好于预期，增强了市场对经济稳步复苏的乐观预期。从资金流向来看，结合近期美国经济数据的好转，短期美元指数大概会反弹，将压制贵金属价格走势。

我们认为贵金属仍处于阶段性调整格局。预计近一个月 COMEX 期金主要波动区间在 1800-1950 美元/盎司之间、COMEX 期银的主要波动区间在 23-28 美元/盎司之间。

投资策略建议：金银阶段性逢高沽空

风险因素：美国经济复苏差于预期、大规模的刺激政策推出

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。