

2020年10月14日 星期三



## 美财政刺激计划难以落地

### 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

- 在经济复苏不确定性强、全球央行将长期保持低利率的背景下，我们坚定看好贵金属长期价格走势。
- 短期来看，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，近期美元指数大概率会反弹。而美国通胀预期减弱助推美债实际收益率持续上涨也支撑美元指数走强，这将压制贵金属价格走势。
- 我们认为当前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1800-1930美元/盎司之间、COMEX期银的主要波动区间在21-26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：美国财政刺激政策提前落地

## 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、 美国大选临近，财政刺激难以落地 .....	5
2、 欧洲疫情二次爆发，欧央行保持谨慎 .....	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.....	5
图表 4 金价与美债利率走势变化.....	5
图表 5 金价与 VIX 指数的变化.....	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 COMEX 金价差变化.....	10
图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化.....	10
图表 20 COMEX 黄金库存变化.....	11
图表 21 COMEX 白银库存变化.....	11
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.....	13
图表 28 CFTC 白银净多头持仓变化.....	13

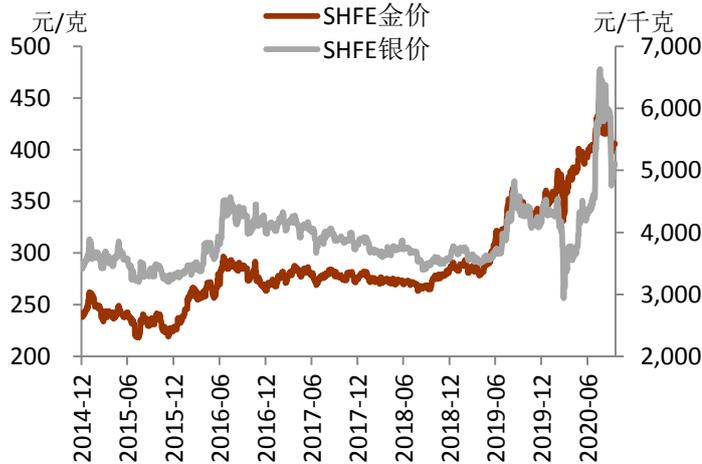
## 一、贵金属行情回顾

9月贵金属价格呈回调走势。如我们在上个月月报中的预期，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。美元指数阶段性走强及美债收益率回升是贵金属承压回调的主要原因。进入9月后，随着欧洲的二次疫情发酵，美国疫情得到控制新增病例持续下降，美元指数开始上涨。而美国经济数据好于预期，美国消费市场回暖、就业数据好于预期、房地产市场表现非常强劲，也助推了美元指数的反弹。

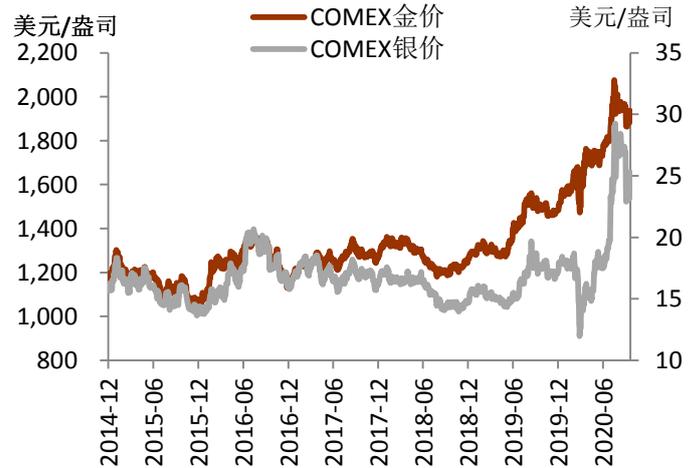
而进入10月后，市场的焦点转移到美国大选及两党对财政刺激计划的谈判上来。上周五特朗普改口恢复谈判，市场对刺激方案乐观预期升温，再加上拜登胜选的押注增加，乐观情绪下美元指数下跌至93，为贵金属提供了强劲的上漲动能，国际金价收复1930美元/盎司关口，前期大幅下挫的白银反弹幅度强于黄金。但随后又因疫苗遇阻和刺激计划的僵局双重打击，美元指数反弹，金银大跌，国际金价又回到1900美元/盎司下方。

在9月人民币兑美元汇率持续升值之势，并连续跌破6.8、6.7的关口，连续快速的升值使得国内贵金属价格走势弱于外盘。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

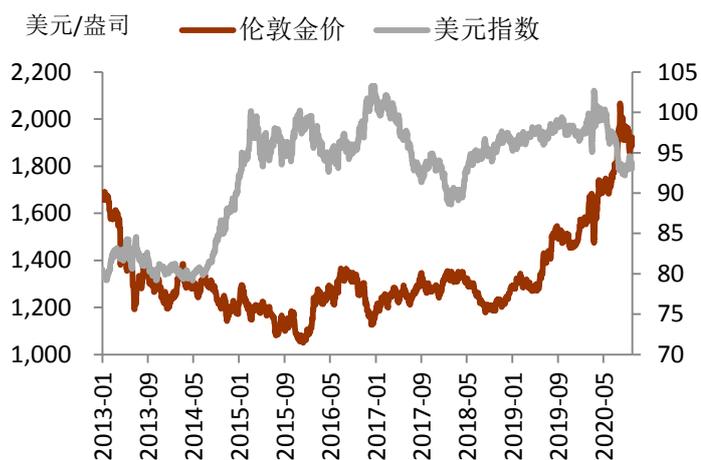


图表2 近5年COMEX金银价格走势

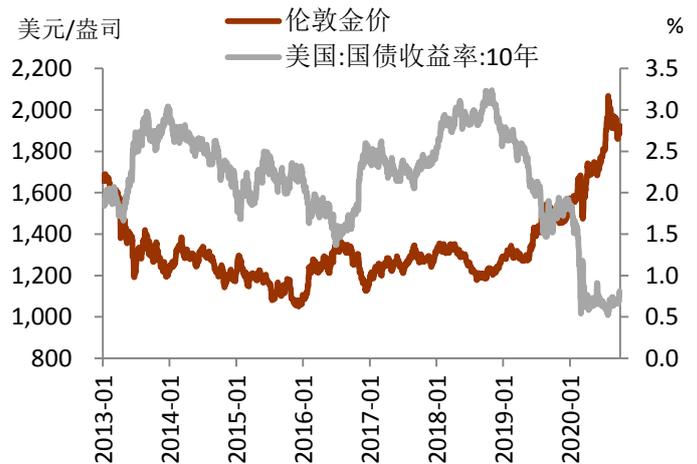


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

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

近期海外疫情再次爆发，数个国家每日新增病例过万，但疫苗的研发并不顺利。美国 11 月 3 号的大选临近，两党的竞争更加白炽化，而美国财政刺激计划也是一波三折，共和党与白宫分歧加深，预计刺激计划难以在大选前落地。后续市场风险情绪抬升的可能性增加，我们认为近期美元指数大概会反弹。

### 1、美国大选临近，财政刺激难以落地

美国大选临近，新一轮财政刺激谈判一波三折。10 月 9 日，白宫称特朗普希望刺激方案达成协议，已经批准了一项修订后的相对广泛的金额约 1.8 亿美元的经济刺激方案。但是美国众议院议长佩洛西和美国财长努钦举行电话会谈后，未就新刺激方案达成协议。近期民主党又要求修改提案，共和党与白宫分歧加深。虽然美国财政政策最终仍将出台，但预计在大选结束前都难以落地。大选后才更可能出台更具实质性的和更广泛的财政政策，而财政政策的规模和细节将取决于大选结果。

美国劳动力市场复苏放缓。9 月新增非农就业人数 66.1 万，低于市场预期的 87.5 万人，但美国 9 月失业率降至 7.90%，为连续第五个月下降；美国 9 月平均时薪年率录得 4.70%，不及预期值 0.1 个百分点。其实美国就业改善速度自 7 月以来就趋于停滞，速度越来越慢。最新公布的 10 月 3 日当周首申失业救济人数 84 万人，高于预期的 82 万人。美国当周初请失业金人数居高不下，实际美国就业市场仍然压力较大。9 月 ISM 制造业 PMI 为 55.4，低于预期的 56.5；ISM 服务业 PMI 为 57.8，好于预期的 56.2。美国 9 月 ISM 非制造业 PMI 继续抬升，表明美国非制造业保持复苏势头。不过由于美国疫情三次爆发的可能性增加和财政刺激政策的难产，未来美国非制造业的复苏仍受到阻力。

当前市场对于大选前财政刺激落地的预期降低，同时还预期美联储可能在年末加量 QE。

敬请参阅最后一页免责声明

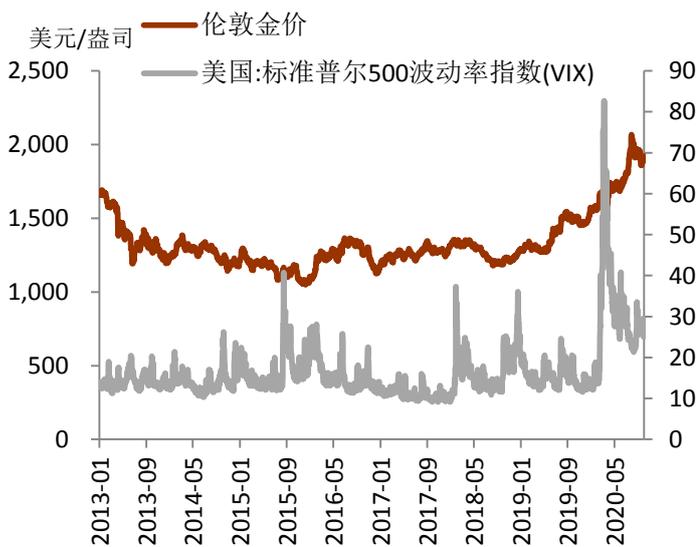
后期财政刺激规模小于预期或美联储不及预期鸽派，市场风险偏好可能快速抬升。我们认为接下来美元指数将继续反弹的可能性更大。而最新公布的美国 9 月 CPI 环比上涨 0.2%，创 4 个月以来最低涨幅。美国通胀预期减弱助推美债实际收益率持续上涨也支撑美元指数走强。

## 2、欧洲疫情二次爆发，欧央行保持谨慎

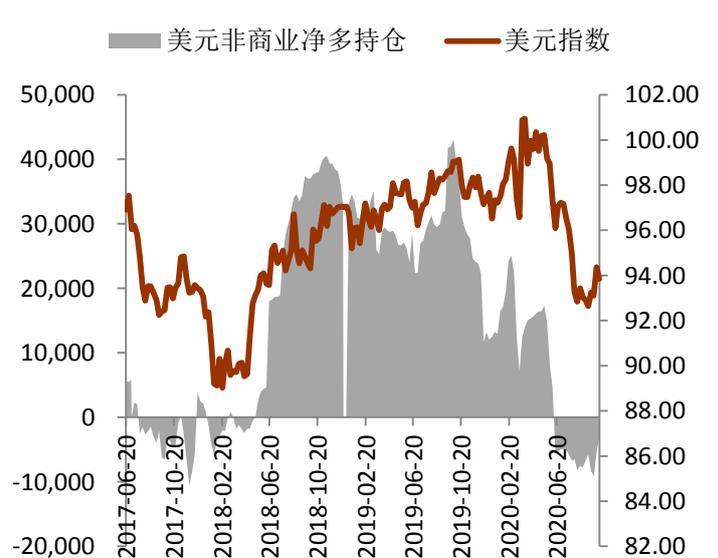
近期欧洲疫情二次爆发，同时面临脱欧不确定性，市场风险偏好回升助推欧元持续走强。欧洲央行表示保持对汇率的关注，认为需要保持足够的财政刺激，或将放缓资产购买力度。10 月 6 日，欧央行行长拉加德表示经济复苏不完全、不确定且不均衡；担心疫情限制措施可能冲击到经济复苏；不认为在 2022 年底之前能够实现完全的复苏；财政、货币政策必须携手合作。欧央行 9 月议息会议纪要显示，复苏是不对称的，制造业的复苏比服务业的复苏更为领先。预计近期通胀压力将保持不变，强劲欧元部分抵消了宽松的金融状况。在当前高度不确定的环境下，在货币政策方面保持稳健被认为是最合适的。随着金融市场紧张局势的缓解，月度资产购买的步伐可能会放缓。

经济数据方面，欧元区 9 月制造业 PMI 为 53.7 与预期持平德国 9 月制造业 PMI 为 56.4，略逊于预期的 56.6。欧元区 9 月调和 CPI 同比-0.3%，低于预期的-0.2%。尽管欧元区通胀在预期内逐渐回升，但预计中期内通胀仍将维持在低位。欧元区 8 月零售销售 4.4%，远超预期，反映出 8 月欧洲消费修复较为强劲。但近期欧洲疫情二次爆发，伴随着疫情管控措施的加强，欧元区消费或将再次走低。

图表 5 金价与 VIX 指数的变化

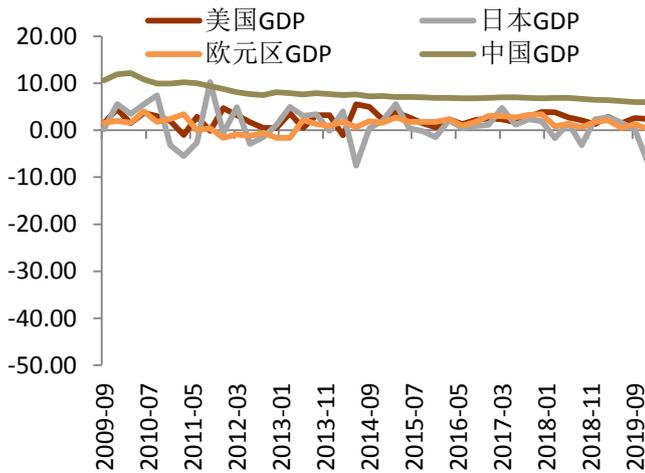


图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化

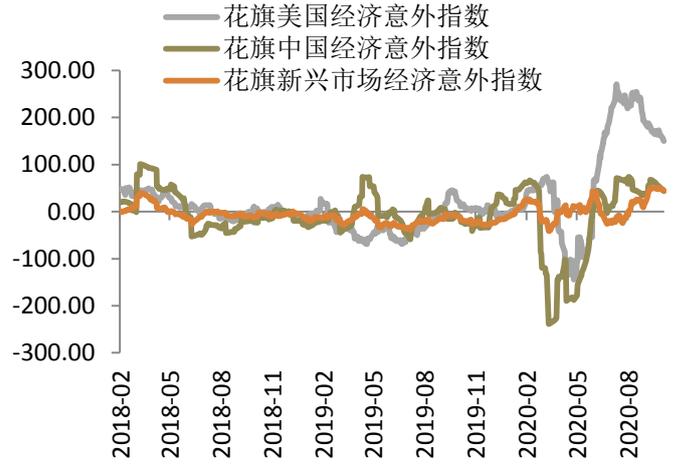


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 主要经济体 GDP 增速变化

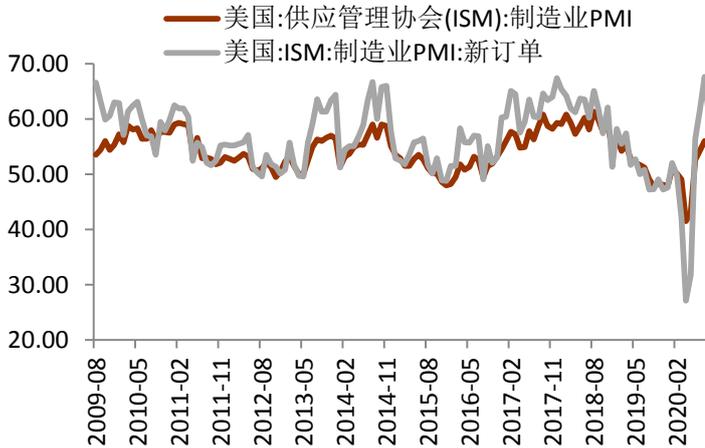


图表 8 全球主要经济体经济意外指数

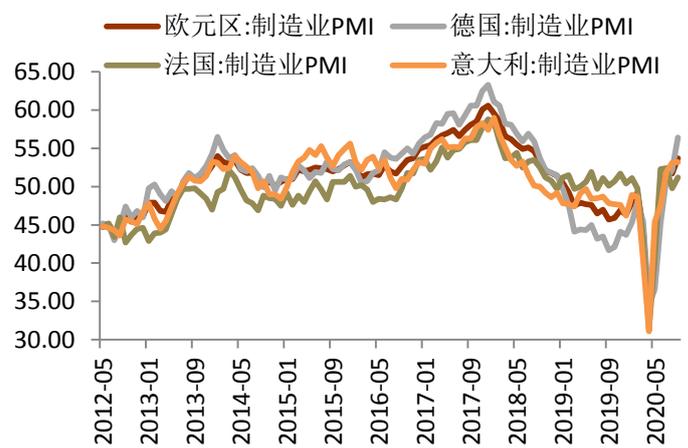


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

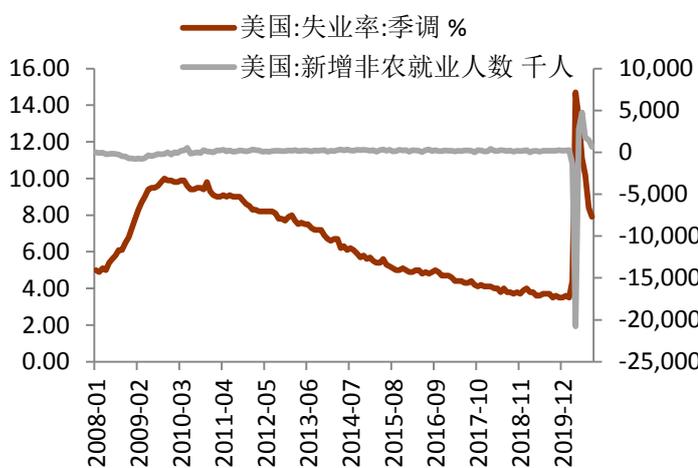


图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化

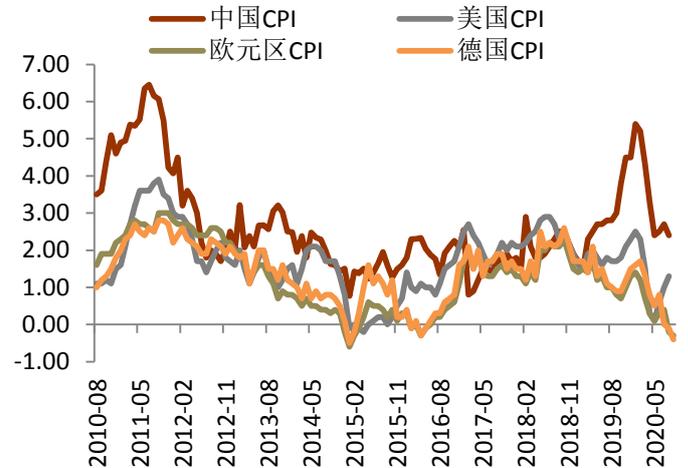


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

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

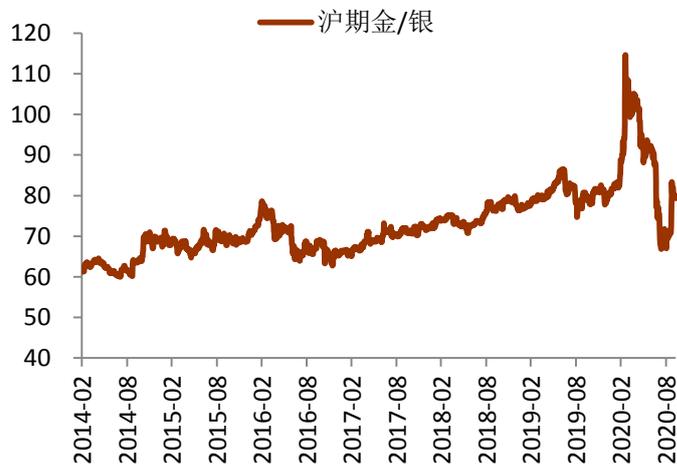
#### 1、金银比价变化

金银比价连续数年持续上涨，COMEX 金银在今年 3 月中旬达到 124 的历史高点后快速回落。而后银价的补涨导致金银比价快速回落。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，COMEX 金银比价与沪金银比价在 8 月底最低分别回落至 67 和 69 一线，进入 9 月贵金属呈回调走势，因白银价格的跌幅明显大于金价，金银比价迅速反弹至 80 一线。目前位于沪金银比价位于 76 一线，我们预计后期金价走势大概率会强于银价，金银比价会继续上涨。

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

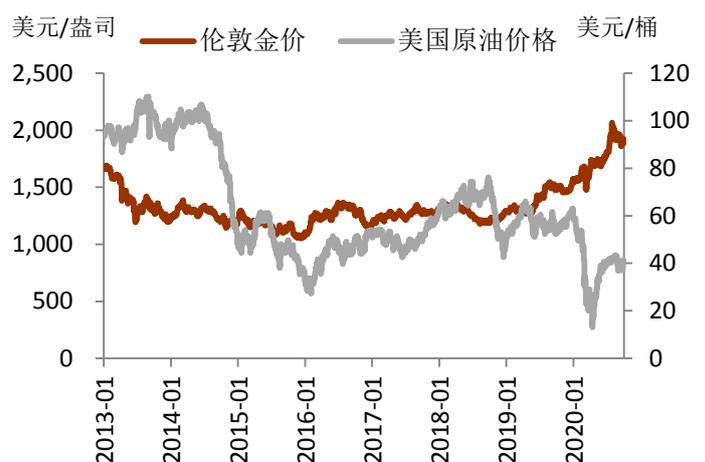
#### 2、黄金原油比价变化

美国原油价格在 40 美元/桶上行窄幅盘整了近 3 个月之后，进入 9 月后因国际原油的供需格局进一步转弱而大幅下挫。黄金/原油比价也从 45 一线反弹至 52 上方，之后又因原油价格反弹金价下跌而回调至 46，目前在 48 一线波动。虽然 OPEC+产油国延续执行第二阶段减产协议，减产规模调降至 770 万桶/日，但此前大力主张减产的国家开始陆续增产，与此同时，北美用油高峰季结束，原油需求步入淡季模式，油市供需结构转弱。尽管 9 月中旬仍有北美飓风出现，但破坏性较小，无法扭转油市供需前景。长期来看原油将保持供需面趋宽松的格局，而金价走势乐观，预计黄金/原油的比价的整体趋势将还会上行。

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

从5月底开始，人民币兑美元汇率持续升值，至国庆长假之后一度强势升破6.7关口，短短几个月内的升值幅度高达7%。伴随着人民币汇率一路攀升的，是国内外金银的价差快速收窄，并出现国内持续贴水的状况。作为受汇率影响因素最大的贵金属，其价格走势充分反映了汇率的变化及预期。

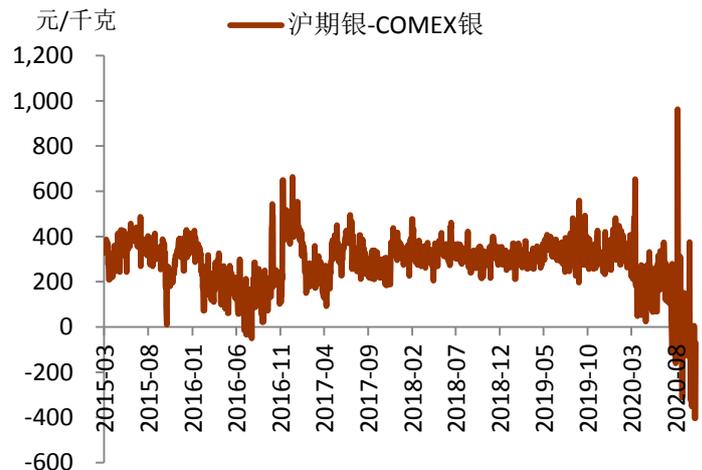
对人民币兑美元汇率升值是原因主要有以下三点：一是我国很好地控制了疫情，率先摆脱衰退轨道，步入复苏。这让人民币及人民币资产在后疫情时代不断得到市场青睐，是人民币强势的基本面因素，也是最关键的因素。二是我国在应对疫情出台经济刺激政策之时，货币政策并未如欧美尤其是美联储那样无节制地开闸放水，而是非常有节制。我国货币政策的稳健对内遏制了通货膨胀的趋势，对外则消除了人民币大幅贬值的货币基础，进一步增强市场对人民币的信心。三是美元的弱势也助推了人民币走强。美元指数自3月的102.99的年内高位大幅下挫，9月最低至91.737，跌幅一度超过10%。世界货币体系的此消彼长决定了中美货币的相对强弱关系。

中国人民银行决定自2020年10月12日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0。按照历史经验，调整外汇风险准备金率的信号意义更大，通常央行随后会有更多调控汇率相关的表态或操作。短期内人民币升值趋势可能会放缓。但中长期来看，由于中国疫情控制得当、经济复苏相对于海外更值得期待，人民币升值的基本面仍然存在。

图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化



图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

#### 4、贵金属库存变化

在今年 3 月底 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。8、9 月份黄金库存仍呈缓慢增加的趋势。截至 10 月 12 日，COMEX 黄金期货的库存已经达到 3732 万盎司，为历史新高，比上个月的库存增加了 1.98%，比去年同期大幅增加 356%。

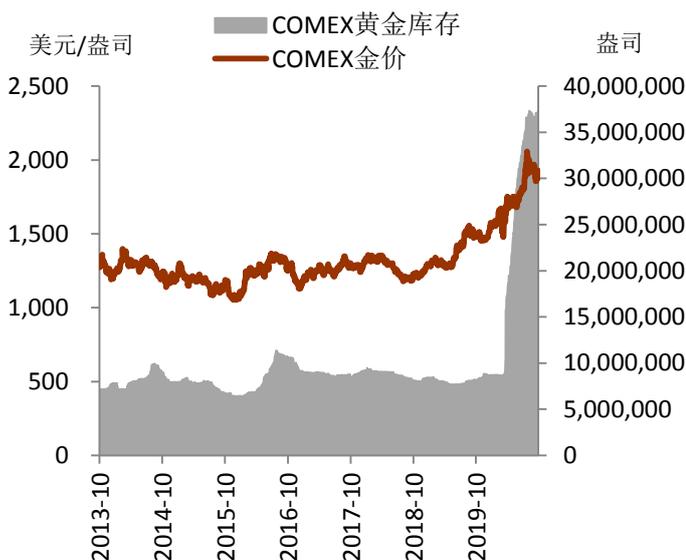
相对于黄金库存的大幅增加，COMEX 白银期货的库存变化不大，在 6、7、8 月份连续 3 个月小幅增加后，9 月份增幅加大，目前有 3.82 亿盎司，比上月增加 6.56%，比去年同期增加 21%。9 月份处于历史高位的上海黄金交易所的白银库存略有减少，但依然在 5000 吨以上，而上海期货交易所的库存延续着 5 月以来的小幅增加态势。目前国内两大交易所的库存超过 7500 多吨，为历史最高水平。

图表 19 COMEX 贵金属库存变化

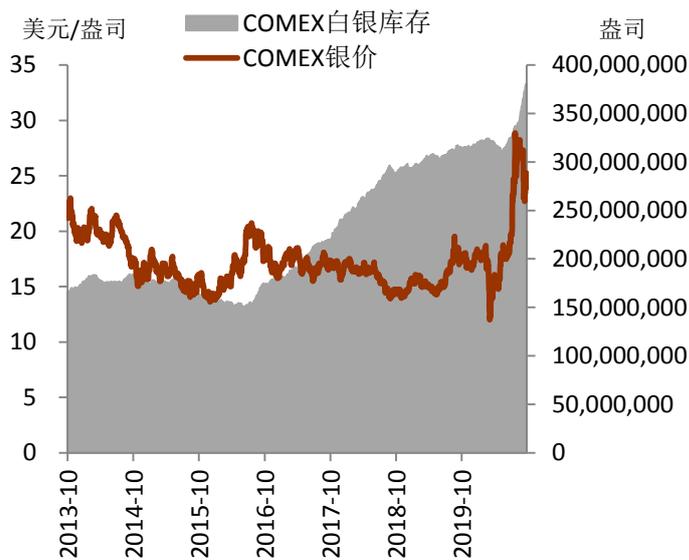
	2019/10/14	2020/9/14	2020/10/12	较上月增 减	变化 率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	8187128	36594880	37320150.79	725271	1.98%	29133023	355.84%
白银(千盎司)	313522.8	358236.4	381722.09	23486	6.56%	68199	21.75%

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

虽然近两个月贵金属价格处于调整格局，但投资者对黄金的投资热情依然未降。黄金ETF的持仓依然呈现持续增加的状态。世界黄金协会10月12日发布的最新报告显示，截至9月底，全球黄金ETF创纪录地连续十个月出现净流入，与2008以及2016年出现的连续流入趋势相当。全球黄金ETF持仓在9月增长68.1吨（约合46亿美元），令全球黄金ETF的总持仓量达到了3880吨（即2350亿美元）的纪录新高。

截至 10 月 12 日，全球最大的黄金 ETF - SPDR Gold Trust 持金量为 1271 吨，较上月增加 1.47%，比去年同期增长 38%。白银 ETF 的投资需求从今年 1 月开始也持续快速增加，进入 9 月份后，增速才开始减缓。截至 10 月 12 日，全球白银 ETF 的持仓量超过 27600 吨，其中全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 17382 吨，于上月基本持平，但比去年同期大幅增加 46%。目前市场对贵金属投资需求不减，预计贵金属 ETF 的持仓量还会继续增加。

图表 24 贵金属 ETF 持仓变化

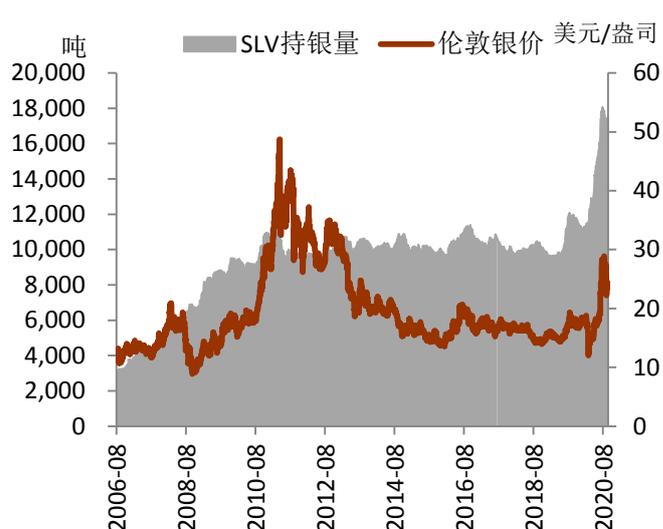
单位：吨	2019/10/14	2020/9/11	2020/10/12	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2595.39	3407.78	3856.22	48	1.42%	861	33.17%
SPDR 黄金持仓	920.83	1252.96	1271.52	19	1.48%	351	38.08%
ETF 白银总持仓	19664.12	27332.65	27608.41	276	1.01%	7944	40.40%
ishares 白银持仓	11874.87	17373.25	17382.74	9	0.05%	5508	46.38%

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

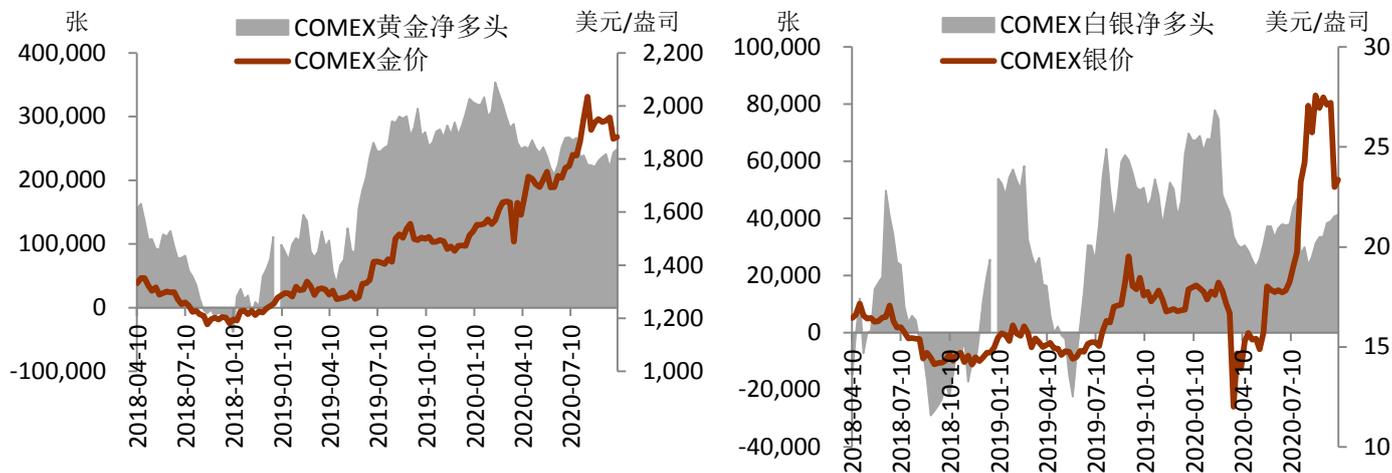
## 6、CFTC 持仓变化

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，在 7 月下旬又开始持续增加，但距离前期的高点仍有很大的空间。根据 CFTC 截至 2020 年 10 月 6 日的最新数据，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 248587 张，近两周持续增加；而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 41257 张，虽然比 2 月 18 日的高点 7.8 万张大幅减少，但已经连续两个月都在小幅增加。投机资金的流向是助推行情的直接因

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：

在经济复苏不确定性强、全球央行将长期保持低利率的背景下，我们坚定看好贵金属长期价格走势。

短期来看，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。而美国通胀预期减弱助推美债实际收益率持续上涨也支撑美元指数走强，这将压制贵金属价格走势。

我们认为当前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 1800-1930 美元/盎司之间、COMEX 期银的主要波动区间在 21-26 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：美国财政刺激政策提前落地

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。