

2020年11月5日 星期四



## 美国大选持续拉锯

### 金银价格剧烈波动

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

#### 要点

- 目前美国大选仍是市场最大的不确定性因素。从目前的计票结果来看，拜登的赢面远大于特朗普，但大选结局尚难确定。如果最终的计票结果没有出现明显的赢家，或者特朗普宣称邮寄投票造假，拒绝承认败选，届时仍将进入司法程序，美国大选的拉锯战可能还将持续一个月左右的时间。参照2000年美国大选的情况，争议期内市场风险偏好将明显承压，但争议解决后市场风险偏好将会修复。如果拜登当选，预计后期美国会有更科学的疫情应对政策以及更大规模的财政刺激落地，中美贸易对抗将趋于缓和，从而风险资产将会有较好的表现，对贵金属价格利空。
- 当前正处于争议期内，市场的波动率加剧，贵金属价格也将随市场情绪的变化而剧烈波动。我们维持贵金属仍处于阶段性调整之中的观点。预计近一个月国际金价的主要波动区间将在1850-1980美元/盎司之间，波动率更大的白银价格的波动区间在22-27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：美国大选结果出现严重争议；全球疫情恶化超预期

## 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、 美国三季度经济复苏强劲，关注美国大选结果 .....	5
2、 欧洲疫情恶化，将拖累四季度经济 .....	5
三、市场结构及资金流向分析.....	7
1、 黄金供需基本面变化 .....	7
2、 金银比价变化 .....	8
3、 黄金原油比价变化 .....	8
4、 期现及跨期价差变化 .....	9
5、 贵金属库存变化 .....	10
6、 金银 ETF 持仓分析 .....	11
7、 CFTC 持仓变化 .....	12
四、行情展望及操作策略： .....	13

## 图表目录

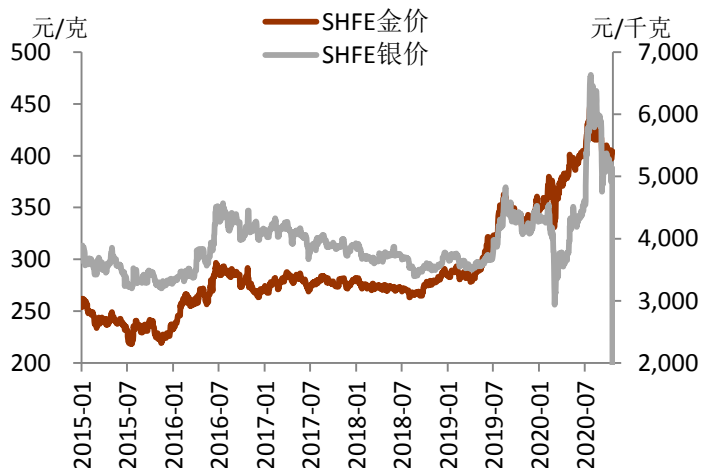
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势.....	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势.....	4
图表 3 金价与美元指数走势变化.....	4
图表 4 金价与美债利率走势变化.....	4
图表 5 金价与 VIX 指数的变化.....	6
图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化.....	6
图表 7 主要经济体 GDP 增速变化.....	6
图表 8 全球主要经济体经济意外指数.....	6
图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化.....	7
图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化.....	7
图表 11 美国就业情况变化.....	7
图表 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

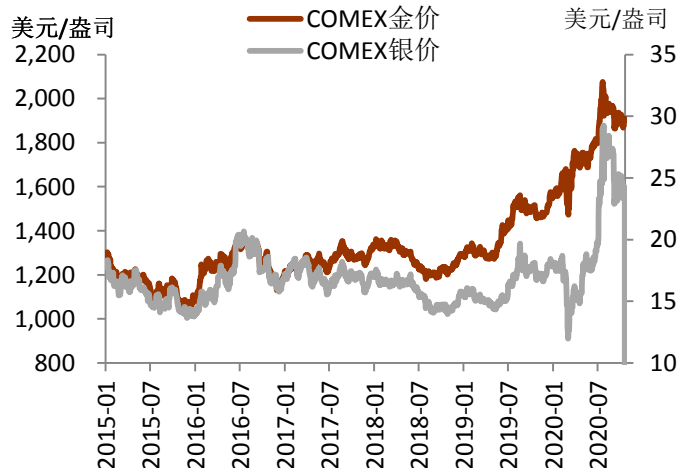
10月贵金属价格呈区间震荡走势。COMEX期金主力合约围绕1900美元/盎司上下30美元波动，白银价格在9月大幅下挫之后，10月有所反弹，COMEX期银主力合约围绕24美元/盎司上下波动。进入10月后，市场的焦点转移到美国大选及两党对财政刺激计划的谈判上来。由于美国两党关于财政刺激方案的谈判持续拉锯，美元指数低位震荡，贵金属价格也呈现震荡走势。进入11月，美国大选持续拉锯，大选结果的不确定性提振避险需求，贵金属价格大幅反弹。

人民币兑美元汇率在10月波动加剧，但整体依然持续大幅升值之势。11月初，离岸人民币兑美元汇率继续下挫，最低跌至6.6附近，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

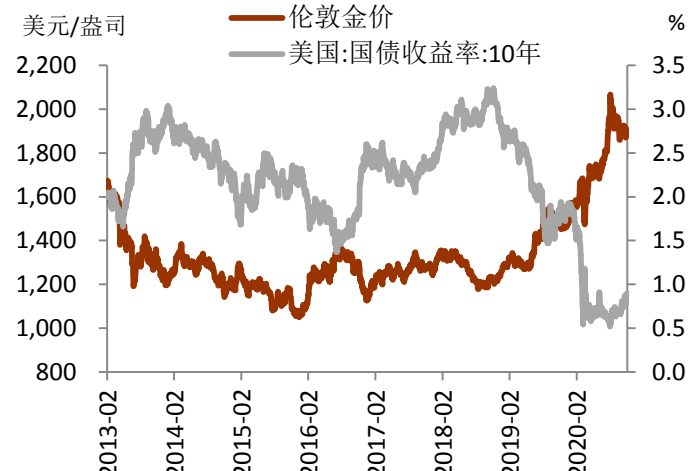


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

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

10月海外疫情再度发酵，特别是欧元区疫情恶化明显，欧洲多个国家重启封锁加剧了市场的担忧，避险资金流入美元一度推高美元指数反弹。但美国财政刺激方案一直难以落地，以及大选结果的不确定性持续至今，美元指数反弹受阻，整体依然呈低位震荡之势。

### 1、美国三季度经济复苏强劲，关注美国大选结果

2020年三季度美国GDP环比折年率增长33.1%，创下1947年有记录以来的最高增幅，高于预期的32%，并大幅高于前值的-31.4%。美国三季度复苏强劲，制造业反弹优于服务业，私人投资特别是住宅投资亮眼，设备与固定资产投资的高速反弹或预示企业风险偏好的回升。美国10月ISM制造业PMI59.3，亦显著好于预期的55.8和前值55.4。但10月开始第三波疫情急剧恶化，尽管目前美国的复苏主要归功于解禁，但我们认为即使第三波疫情继续恶化美国也不会大规模重回封锁，不过地区性封锁对四季度经济复苏带来的影响不容忽视，随着新增高峰带来死亡率的小幅上升，预计2020年四季度的GDP增长速度将显著放缓。另外，美国劳动力市场的复苏放缓。最新公布的10月美国ADP就业人数新增仅36.5万人，远不及市场预期的64.3万人，需密切关注即将公布的10月非农数据。

目前美国大选计票仍在进行之中。从目前的计票结果来看，拜登赢面远大于特朗普，但大选结局尚难确定。如果最终的计票结果没有出现明显的赢家，或者特朗普宣称邮寄投票造假，拒绝承认败选，届时仍将进入司法程序，市场将剧烈波动。参照2000年美国大选的经验，争议期内市场风险偏好将明显承压，但争议解决后市场风险偏好将会修复。如果拜登当选，预计后期美国会有更科学的疫情应对政策以及更大规模的财政刺激落地，中美贸易对抗预计趋于缓和，从而风险资产将会有较好的表现，对贵金属价格利空。

### 2、欧洲疫情恶化，将拖累四季度经济

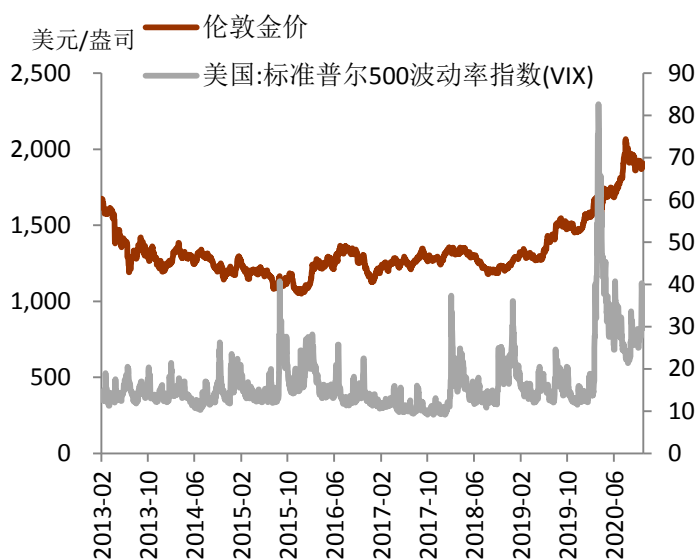
欧元区第二波疫情自8月初开始，10月中旬以来，疫情形势都进一步恶化。其中，法国、德国、意大利和西班牙等国感染新冠病毒的人数创下历史最高纪录。欧洲疫情呈现失控状态，英国英格兰地区将实施二次全面封锁；法国将实施新版全国性封锁政策；德国总理默克尔已同意实施为期一个月的局部封锁。目前欧洲约有10余个国家或地区实施封锁措施。与3月相比，此轮封锁措施相对放松，多数国家工作场所以及学校均开放，体育赛事等仍可举办，德国、奥地利等国允许商店等继续营业。

欧元区第三季度GDP初值同比降4.3%，预期降7%，前值降14.7%；德国第三季度GDP环比增加8.2%，好于市场预期；法国第三季度GDP年值同比降4.3%；均好于预期和前值。最新公布的欧元区10月制造业PMI终值54.8，也好于初值和前值。数据反映近期欧洲疫情扩散对制造业的抑制并不明显。但封城等防疫措施对服务业的抑制显著，10月份欧元区服

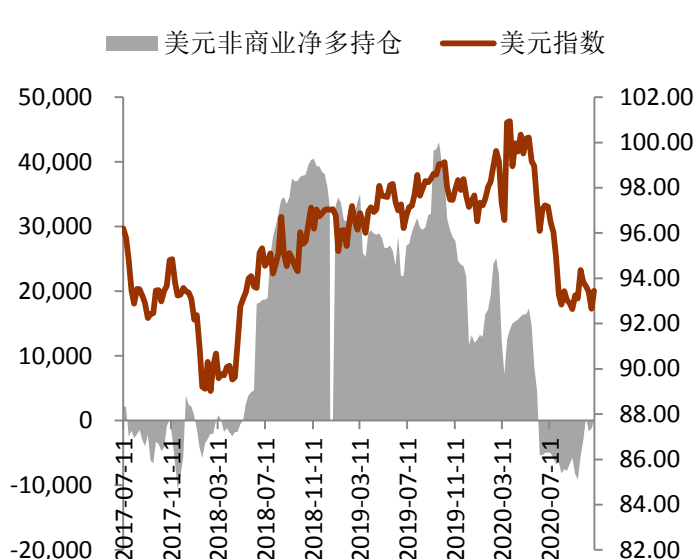
务业 PMI 初值降至 46.2。但目前欧洲二轮疫情仍未得到控制，同时多国已采取再度封锁的措施，未来经济增长前景难乐观。随着进入 11 月封城的持续，欧洲制造业也难免受到拖累，将会在经济数据中逐步体现，疫情的影响必将拖累欧元区四季度经济复苏。

10 月底，欧洲央行维持政策不变，没有出台更多刺激措施，符合市场预期。称近期经济前景“明显恶化”，如有必要将适当调整所有工具。欧央行最新会议声明称将在 12 月会议对经济基本面和货币政策措施进行重新的评估，市场预期欧央行将增加 PPEP（大流行资产购买紧急计划）的规模大概 5000 亿欧元，或者延长 PEPP 操作至 2021 年末。以目前每月 600 亿欧元左右购债速度来说，现在 1.35 亿的规模已经绰绰有余，当然不排除在经济下行压力和通缩风险下欧央行加快每周购债的速度，也可以期待除 PPEP 以外的刺激加码。

图表 5 金价与 VIX 指数的变化

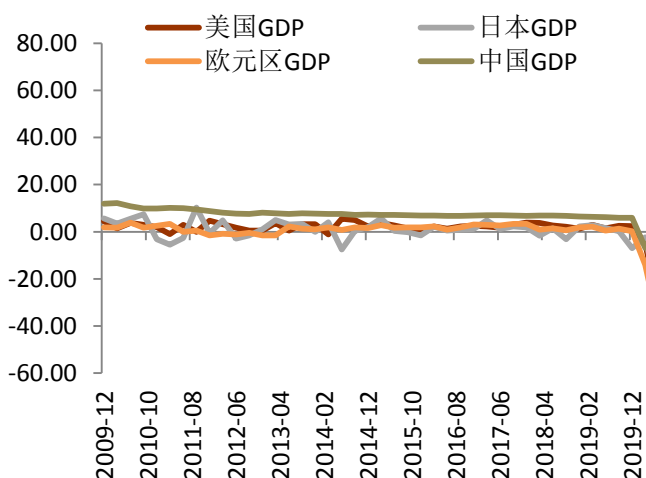


图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化

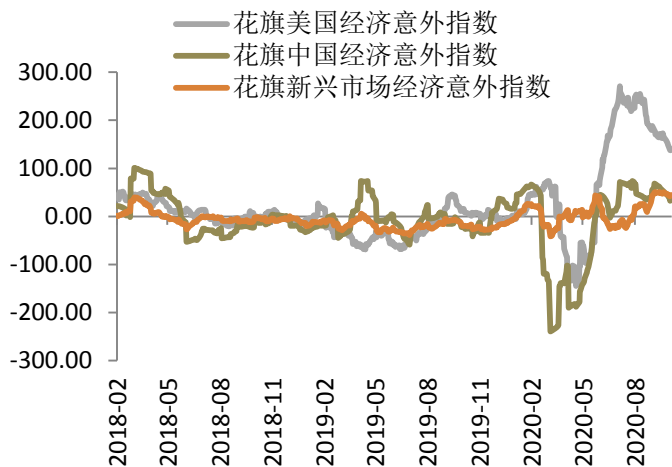


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 主要经济体 GDP 增速变化

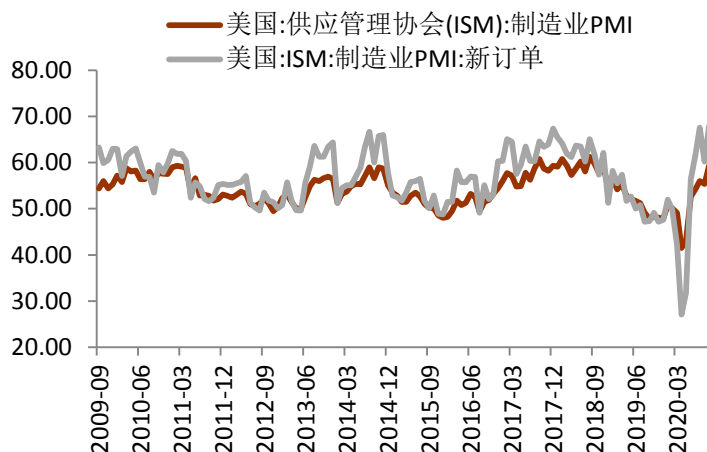


图表 8 全球主要经济体经济意外指数

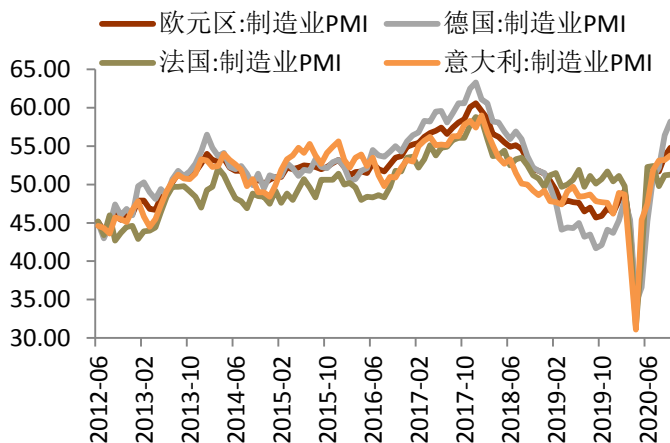


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

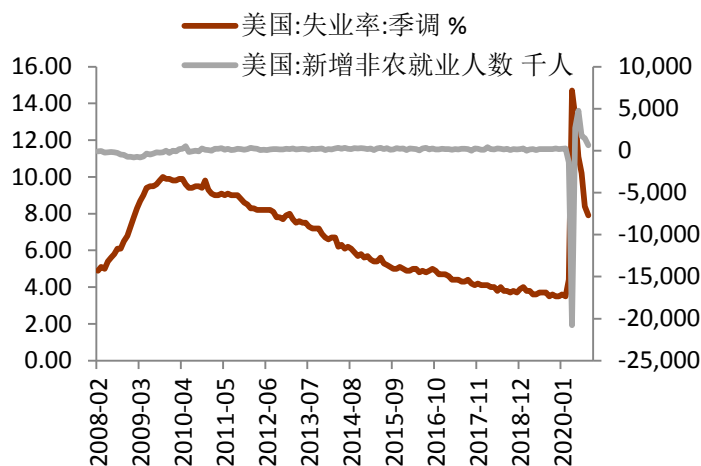


图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化

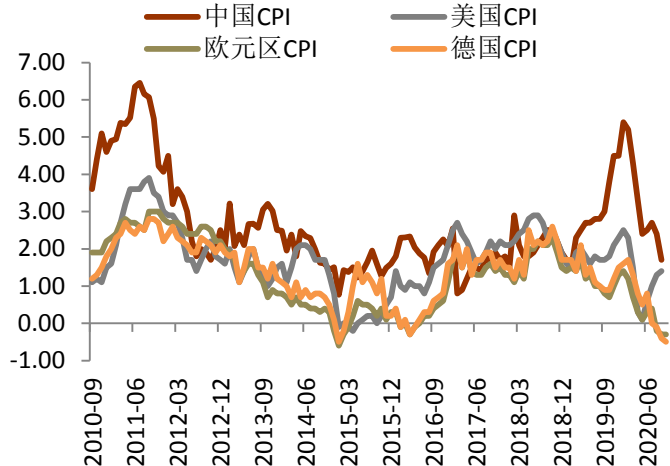


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

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、黄金供需基本面变化

世界黄金协会最新发布的《黄金需求趋势 2020 年第三季度》显示,年初至第三季度末,全球黄金总需求为 2,972.1 吨,同比下滑 10%。第三季度全球黄金需求下降到 892.3 吨,这是自 2009 年第三季度以来的最低季度总需求。尽管黄金整体需求有所下降,第三季度全球黄金投资需求却大幅提升,同比增长 21%。饰品需求疲软,金条金币需求暴涨 49%。第三季度 333 吨的需求比已经相对疲软的 2019 年同期还是减少了 29%。相比之下,全球金条和金币需求较为强劲,同比增长 49%至 222.1 吨,而其中大部分增长来自对官方金币的需求。这反映出西方市场及土耳其的个人投资者持续强劲的避险需求:在这些市场,金币是更为

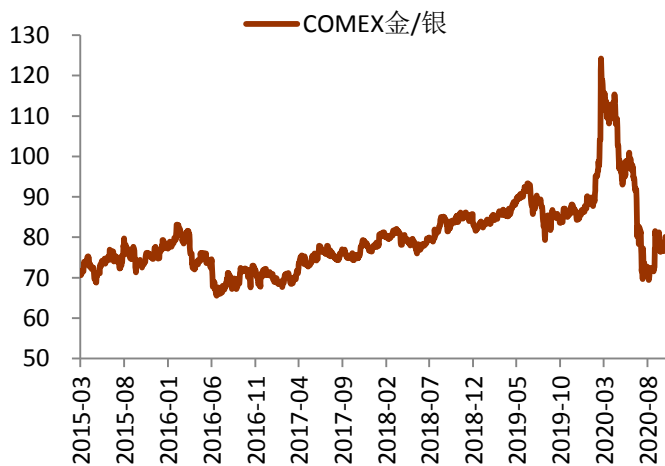
敬请参阅最后一页免责声明

普遍的实物黄金投资形式。第三季度，全球投资者共增持了 272.5 吨黄金 ETF 及类似产品，使得今年截至第三季度末的流入量达到创纪录的 1003.3 吨。第三季度，全球央行的黄金需求出现了 12 吨的小幅净卖出。这也是自 2010 年第四季度以来首次出现净售金的季度，而售金主要来自于两家央行——乌兹别克斯坦和土耳其，同时少数几家银行继续稳步购金，但规模并不大。第三季度的全球科技用黄金需求仍然疲软，同比下降 6%，为 76.7 吨。尽管黄金回收总量增长了 6%，但第三季度全球黄金总供应量还是出现了同比 3% 的下滑，降至 1223.6 吨，其主因仍为新冠疫情限制措施的影响。

## 2、金银比价变化

金银比价连续数年持续上涨后，今年呈冲高回落的走势。COMEX 金银在今年 3 月中旬一度达到 124 的历史高点，而后银价的补涨导致金银比价快速回落。近几个月金银价格呈回调走势，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，因白银价格再度大幅下挫，金银比价迅速反弹至 80 一线，而后在 76-80 之间运行。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

## 3、黄金原油比价变化

在 9 月初国际原油价格大幅下挫之后，因海外疫情再度恶化需求前景继续走弱，10 月底原油价格再度下跌，美原油价格最低下挫自 33.6 美元/桶一线。黄金/原油比价在 10 月底再度反弹至 52 上方，目前所有回落至 49 一线。尽管科威特表示将支持 OPEC 关于减产的任何决定，但对于俄罗斯和沙特阿拉伯将目前 770 万桶/日的减产规模延长至明年的想法，伊拉克等海湾产油国意见不一，市场对于减产执行前景存疑。长期来看原油将保持供需面

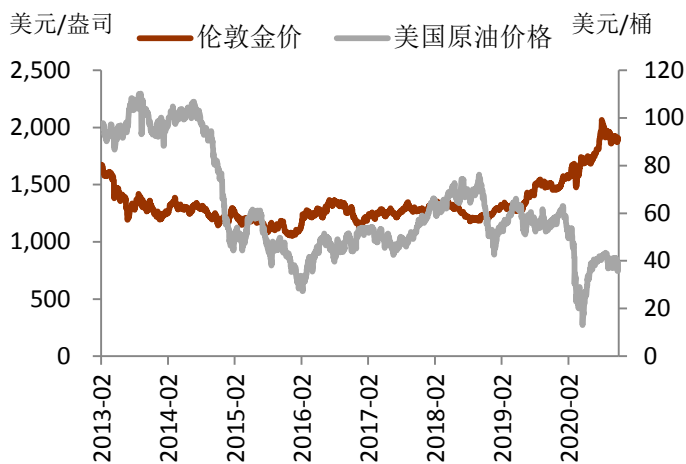


趋宽松的格局，原油的价格重心将低位运行，而黄金的价格走势乐观，预计黄金/原油的比价的整体趋势将还会上行。

图表 15 原油/黄金比价变化



图表 16 金价与油价走势对比



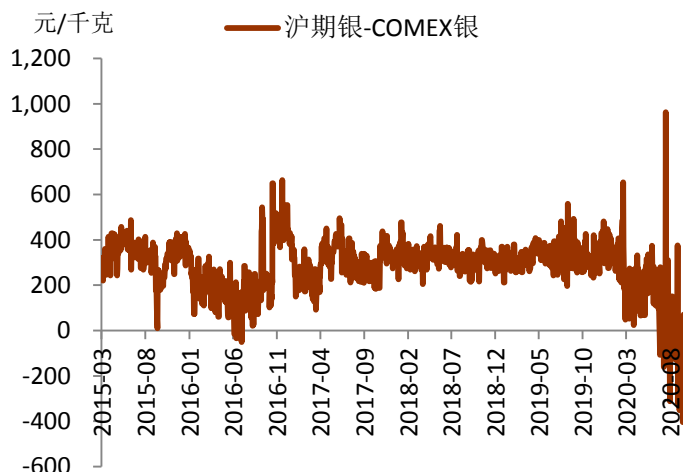
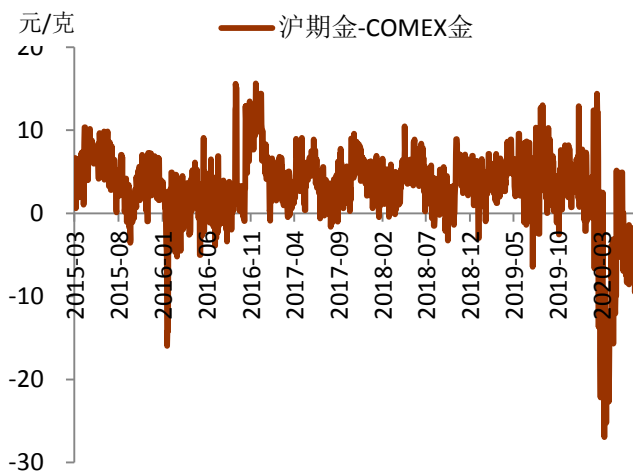
资料来源：Wind，铜冠金源期货

#### 4、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，短短几个月内的升值幅度超过7%。伴随着人民币汇率一路攀升的，是国内外金银价差的快速收窄，并出现国内持续贴水的状况。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。此后人民币兑美元汇率剧烈波动，升值趋势放缓。贵金属价格走势充分反映了汇率的变化及预期。近期国内外金银的价差明显缩小，沪期金-COMEX期金的价差已经回归到接近0值。说明央行政策调整已经有效减弱了市场对后期人民币升值的预期。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

## 5、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、10 月份黄金库存仍呈缓慢增加的趋势。截至 11 月 4 日，COMEX 黄金期货的库存已经达到 3754 万盎司，再创历史新高，比上个月的库存小幅增加了 0.93%，比去年同期大幅增加 348%。

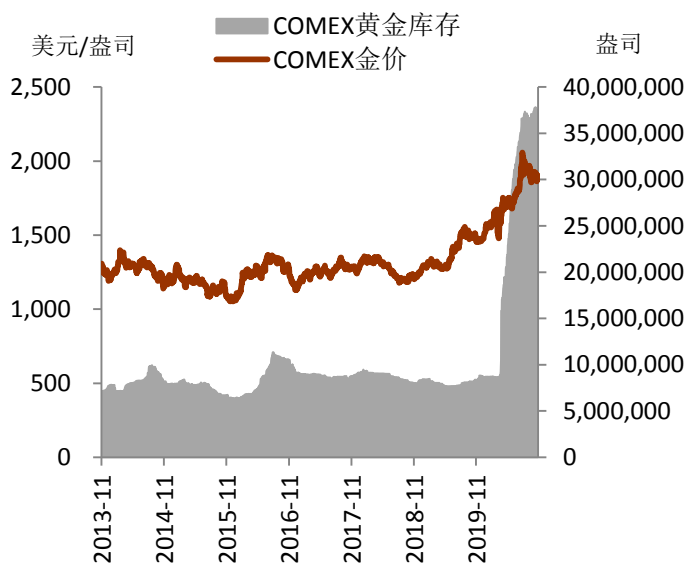
相对于黄金库存的大幅增加，COMEX 白银期货的库存变化较为平稳，在 6、7、8 月份连续 3 个月小幅增加后，仅在 9 月份增幅较大，目前有 3.83 亿盎司，比上月小幅增加 0.68%，比去年同期增加 21.8%。10 月份，上海黄金交易所的白银库存自 9 月初 5280 吨的历史高点继续减少，目前已降至 5000 吨下方，而上海期货交易所的库存也小幅下降，目前有 2320 吨。目前国内两大交易所的白银库存下降至 7280 多吨。

图表 19 COMEX 贵金属库存变化

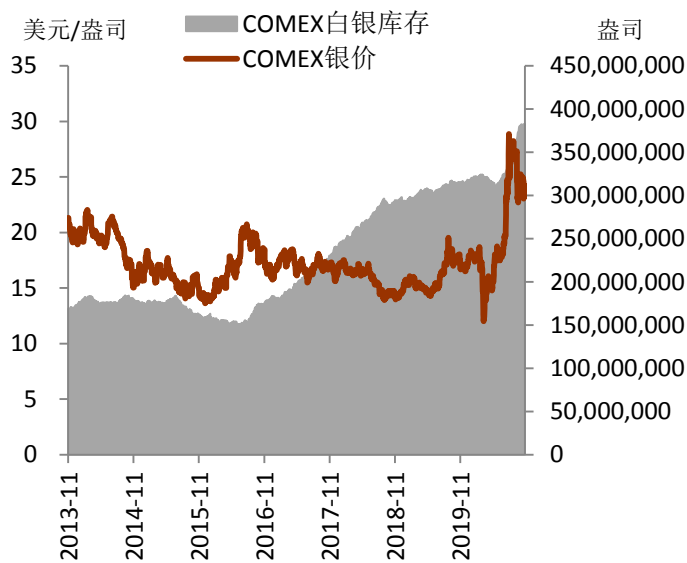
	2019/11/6	2020/10/7	2020/11/4	较上月增 减	变化 率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	8378566	37203230	37547786.3	344556	0.93%	29169220	348.14%
白银(千盎司)	314578.6	380599.7	383170.91	2571	0.68%	68592	21.80%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 20 COMEX 黄金库存变化

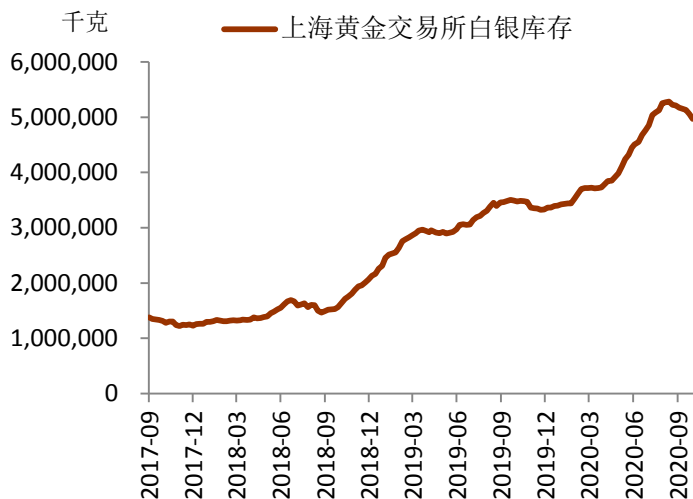


图表 21 COMEX 白银库存变化

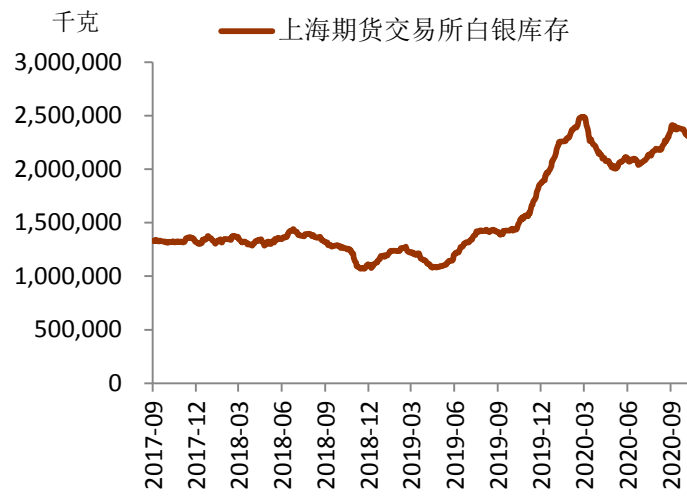


资料来源：Wind，铜冠金源期货

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

## 6、金银ETF持仓分析

贵金属价格近三个月都处于调整格局，进入10月后，投资者对黄金的投资热情有所下降。截至11月4日，全球最大的黄金ETF - SPDR Gold Trust 持金量为1252吨，较上月减少1.5%，但比去年同期增长36%。白银ETF的投资需求从今年1月开始也持续快速增加，但进入10月份后也开始减少。截至11月4日，全球最大的白银ETF-ishares 的白银持有量

17404 吨，比上月略减 0.36%，但比去年同期大幅增加 48%。虽然短期贵金属 ETF 的持仓量有所下降，但贵金属 ETF 的持仓整体依然呈现持续增加的状态。

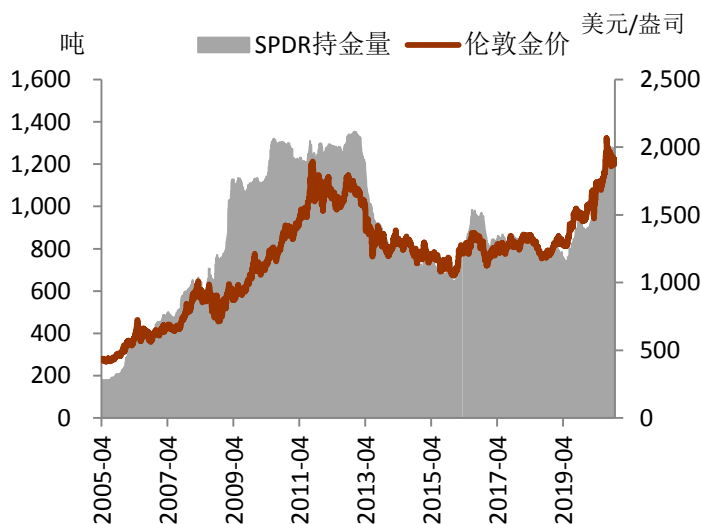
根据世界黄金协会的统计，今年第三季度，黄金 ETF 流入依然强劲，尽管其增速略低于上半年。全球投资者共增持了 272.5 吨黄金 ETF 及类似产品，使得今年截至第三季度末的流入量达到创纪录的 1003.3 吨。预计贵金属 ETF 的持仓量还会继续增加。

图表 24 贵金属 ETF 持仓变化

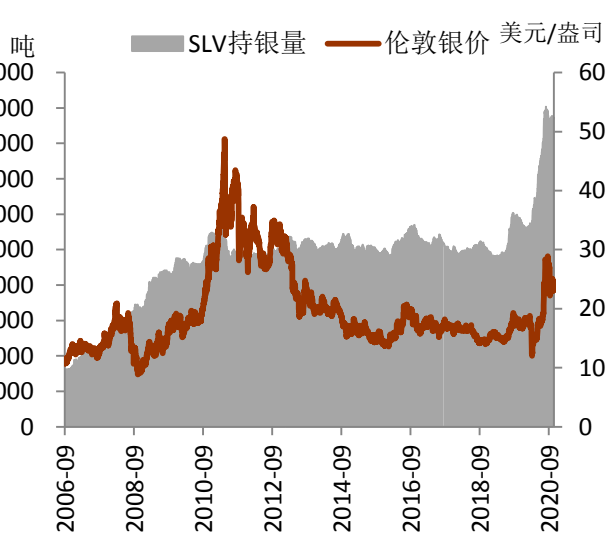
单位：吨	2019/11/6	2020/10/6	2020/11/4	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2602.97	3452.53	3444.31	-8	-0.24%	841	32.32%
SPDR 黄金持仓	918.48	1271.52	1252.42	-19	-1.50%	334	36.36%
ETF 白银总持仓	19406.15	27524.52	27513.08	-11	-0.04%	8107	41.78%
ishares 白银持仓	11751.96	17466.66	17404.22	-62	-0.36%	5652	48.10%

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



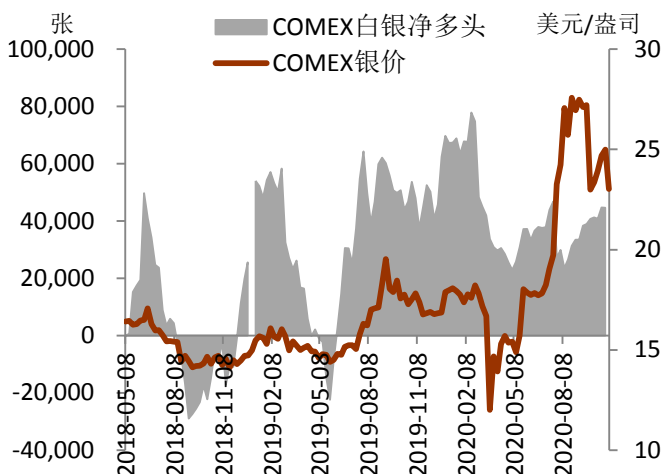
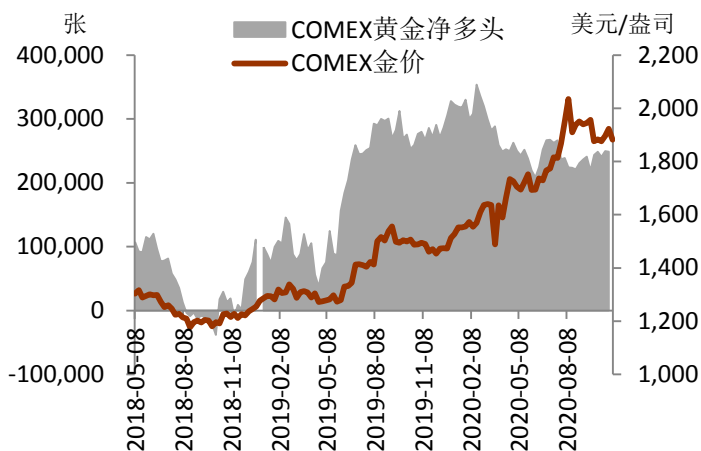
资料来源：Wind，铜冠金源期货

## 7、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 27 日的最新数据，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 248634 张，近两个月变化不大；而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 44631 张，已经连续三个月小幅增加，但比 2 月 18 日 7.8 万张的高点依然大幅减少。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：

目前美国大选仍是市场最大的不确定性因素。从目前的计票结果来看，拜登的赢面远大于特朗普，但大选结局尚难确定。如果最终的计票结果没有出现明显的赢家，或者特朗普宣称邮寄投票造假，拒绝承认败选，届时仍将进入司法程序，美国大选的拉锯战可能还将持续一个月左右的时间。参照 2000 年美国大选的情况，争议期内市场风险偏好将明显承压，但争议解决后市场风险偏好将会修复。如果拜登当选，预计后期美国会有更科学的疫情应对政策以及更大规模的财政刺激落地，中美贸易对抗将趋于缓和，从而风险资产将会有较好的表现，对贵金属价格利空。

当前正处于争议期内，市场的波动率加剧，贵金属价格也将随市场情绪的变化而剧烈波动。我们维持贵金属仍处于阶段性调整之中的观点。预计近一个月国际金价的主要波动区间将在 1850-1980 美元/盎司之间，波动率更大的白银价格的波动区间在 22-27 美元/盎司之间。

投资策略建议：金银暂时观望

风险因素：美国大选结果出现严重争议；全球疫情恶化超预期

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。