

2020年5月7日 星期四



经济预期回暖

金价将高位震荡

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

要点

- 在经济衰退压力加大和全球央行保持低利率的环境下,避险资产黄金价格走势必定易涨难跌,我们持续看好中长期黄金价格走势。
- 目前疫情在全球范围内出现好转,已有多个国家相继解封提振经济,市场情绪有所回暖,预计近期贵金属价格将呈震荡偏弱走势,后市进一步关注美国经济重启的进展。若美国经济数据重启顺利,经济数据改善超预期,资产价格将迎来一波较大幅度的反弹,而在金银价格高位回调之后,后期白银价格的走势会强于金价。
- 预计近一个月COMEX期金主要波动区间在1600-1750美元/盎司之间、COMEX期银的主要波动区间在14-16.5美元/盎司之间。
- 投资策略建议:沪金银等待逢低做多的机会
- 风险因素:中美关系恶化;美国经济重启不顺

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、美国经济一季度萎缩幅度超预期，二季度仍面临考验	5
2、欧元区通缩风险凸显，衰退会在二季度加剧	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
7、 黄金的供需情况	13
四、行情展望及操作策略：	13

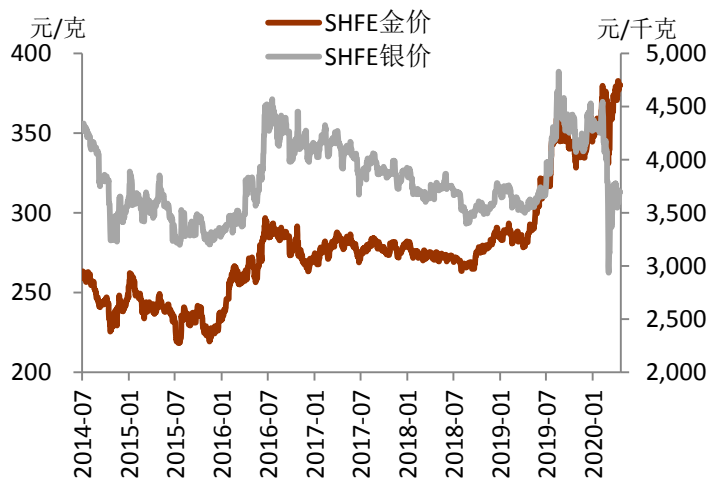
图表目录

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 金价与美国实际利率走势变化	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 美国失业率变化	7
图表 10 金价与 VIX 指数变化	7
图表 10 美国就业情况变化	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 COMEX 期金与伦敦金价差变化	9
图表 16 沪期银与沪银 T+D 价差变化	9
图表 18 COMEX 黄金库存变化	10
图表 19 COMEX 白银库存变化	10
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	12
图表 26 CFTC 白银净多头持仓变化	12

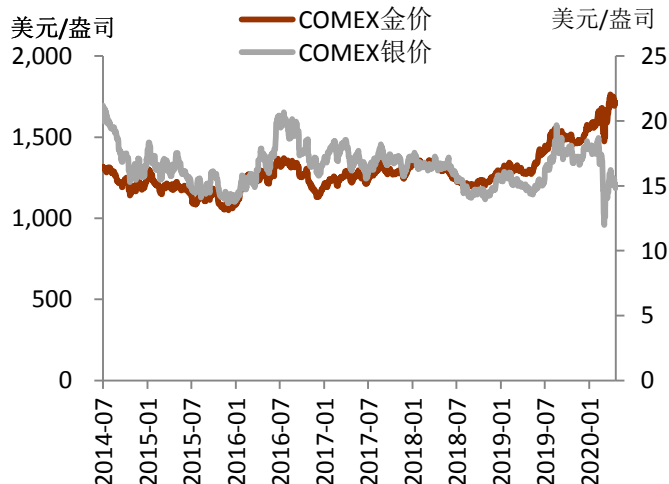
一、贵金属行情回顾

进入4月，黄金价格继续不断走高。主要因疫情的冲击对全球经济的影响不断显现，投资者对全球经济衰退的担忧加剧，而全球各国密集推出的宽松货币政策及财政刺激政策放大了央行的资产负债表和财政赤字，引发市场对美元信用货币和经济出现滞胀的担忧。在4月中旬，COMEX期金主力合约一度冲高至1788.8美元/盎司，为三年多的高点。随着欧美国家的新增疫情病例出现拐点，各国放松管制的措施推出，投资者避险需求减弱，金价冲高乏力，在1700美元上方高位震荡。COMEX黄金期货主力合约4月波动幅度超过210美元，月度涨幅为6.41%。在3月大幅下挫之后，4月白银的价格走势止跌反弹，COMEX白银期货主力合约4月份涨幅为6.43%。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

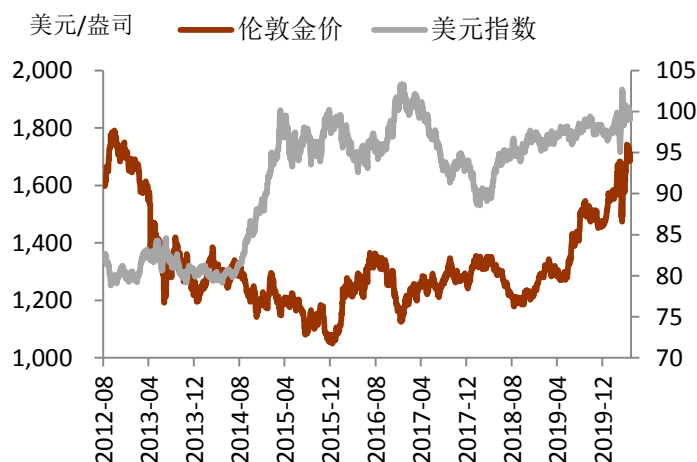


图表2 近5年COMEX金银价格走势

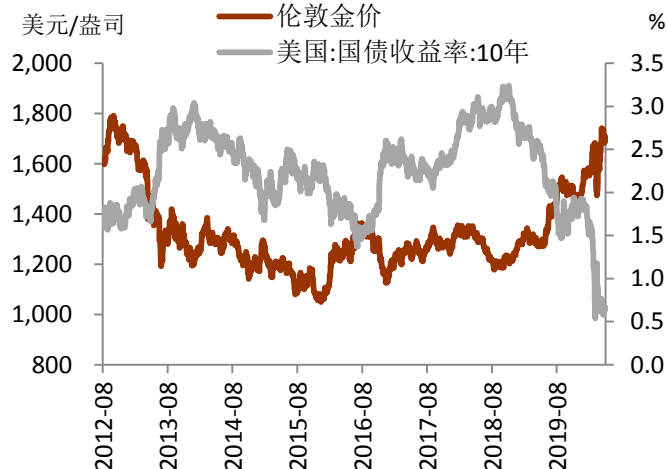


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表3 金价与美元指数走势变化



图表4 金价与美国实际利率走势变化



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

二、贵金属价格影响因素分析

全球实体经济因疫情而陷入衰退，作为避险资产的黄金受到资金的青睐。各国央行为对冲经济的下滑不断放水，极低的名义利率也降低了持有黄金的机会成本极低，黄金价格得到支撑。

1、美国经济萎缩幅度超预期，后期仍面临考验

因采取严格措施减缓新冠疫情蔓延几乎使美国经济陷入停顿，结束了美国历史上最长的经济扩张，美国经济第一季度出现大衰退以来最严重的收缩。美国一季度 GDP 年度同比-4.8%，低于预期的-4.0%，为 2008 年第四季度以来最低水平。其中，个人消费支出为-7.6%，远低于预期水平，但是食品等非耐用品消费正增长 6.9%，非耐用品消费环比增长为-16.1%。美国 3 月个人支出月率录得-7.5%，低于预期-5%，前值为 0.2%，个人消费下滑幅度是 1980 年以来的最大跌幅。3 月核心 PCE 物价指数月率录得-0.1%，与预期一致，前值为 0.2%。虽然美联储启用了大量的危机时期的货币工具，并采取大规模的财政政策刺激开闸放水，但是居民的消费规模仍大幅下滑，且规模远高于个人总收入的下滑幅度，主要原因在于居民对未来经济的发展趋势相对悲观，抑制了消费，而且主要是耐用品消费的拖累。最新公布的，美国 4 月 ISM 制造业 PMI41.5，为 2009 年 4 月以来的最低水平，前值 49.1，但 4 月制造业好于预期的 36.9，市场期待尽快解除封锁。后期美国恢复通行，预计短期内受抑制的耐用品消费或出现一定幅度反弹。

疫情的扩散限制服务业与制造业的投产情绪，大量劳动力失业。最新公布的美国 4 月 ADP 就业人数减少 2023.6 万人，是此前最高纪录的 24 倍。自美国疫情爆发以来，期间初请失业金人口数合计高达 3030.7 万人，突破 3000 万大关，约占美国劳动力人口的 20%。这是大萧条以来美国劳动力市场最严重的衰退，预计近几个月的失业率将持续高企。

美联储在 4 月 30 日的议会会议上公布维持基准利率不变，符合市场预期。在史无前例的大水漫灌之下，美元流动性危机得到有效缓解，且由于美元的储备型货币的地位，美联储暂无动力进一步实行负利率。我们认为美联储将在相当长的时间内维持零利率政策。目前美联储每日的 QE 规模在逐步减少，美联储购买美国国债规模从每日 750 亿美元，降至最近的 100 亿美元/日。MBS 购买规模则从每日 100 亿美元降至了近期的 77 亿美元/日。但美联储的资产负债表规模增至约 6.66 万亿美元的纪录新高，会侵蚀美元的信用，会压制美元指数中长期走势。

美国经济一季度萎缩幅度超预期，二季度或将面临更严重的衰退。在此背景下，即将参加大选的特朗普可能为了转移矛盾而继续升级中美摩擦。需警惕疫情影响下中美关系再度恶化的风险。

2、欧元区通缩风险凸显，衰退会在二季度加剧

欧元区第一季度 GDP 年率初值为-3.3%，略低于预期-3.1%，前值为 1%。欧元区北部成员国的跌幅小于南部成员国。最新公布数据显示，欧元区 4 月制造业 PMI 初值 33.6，创 2009 年 2 月以来新低，预期 39.2，前值 44.5；4 月服务业 PMI 初值 11.7，创历史新低，预期 23.8，前值 26.4；4 月综合 PMI 初值 13.5，也创历史新低，预期 25.7，前值 29.7。由于欧元区许多国家的限制措施在 5 月份才开始放松，预计二季度欧元区经济的跌幅会比第一季度更大。

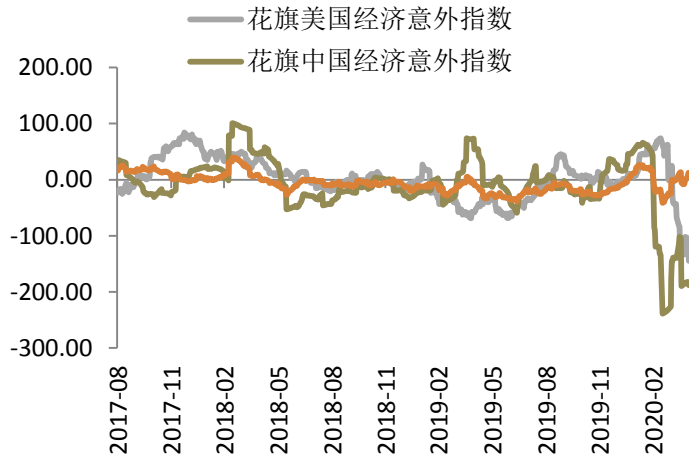
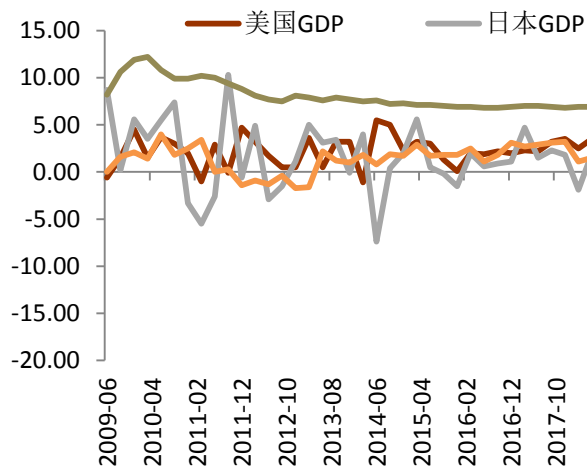
在疫情影响下，欧元区经济景气程度持续下滑，经济景气指数、消费者信心指数、工业经济指数的水平均已经接近于 2008 年次贷危机时期，欧元区对未来经济的预期更为悲观。欧元区 4 月经济景气指数 67，低于预期和前值。欧元区 4 月消费者信心指数为-22.70，也大幅低于预期和前值。4 月 CPI 月率录得 0.3%，高于预期的 0.1%，前值为 0.5%。欧元区 4 月 CPI 年率初值录得 0.4%，高于预期 0.1%，前值为 0.7%。自疫情爆发以来 CPI 大幅回落，主要因疫情影响居民的消费，当前经济存在通缩的趋势。

4 月底欧央行公布了利率决议，维持三大关键利率不变，TLTRO 的条件将继续放松，TLTRO 利率能够低于存款机制利率 50 个基点，即-1%。这相当于变相降息。我们认为欧央行将在相当长的时间内维持当前的低利率水平，而欧洲经济的复苏步伐将较美国更为缓慢。

IMF 预计，由于冠状病毒疫情导致经济活动停摆，今年全球经济将萎缩 3%，这比 2009 年金融危机时 GDP 下跌的 0.1%要糟糕得多，是 1930 年代大萧条以来最严重的经济滑坡。不过 IMF 预计明年全球经济增长 5.8%。

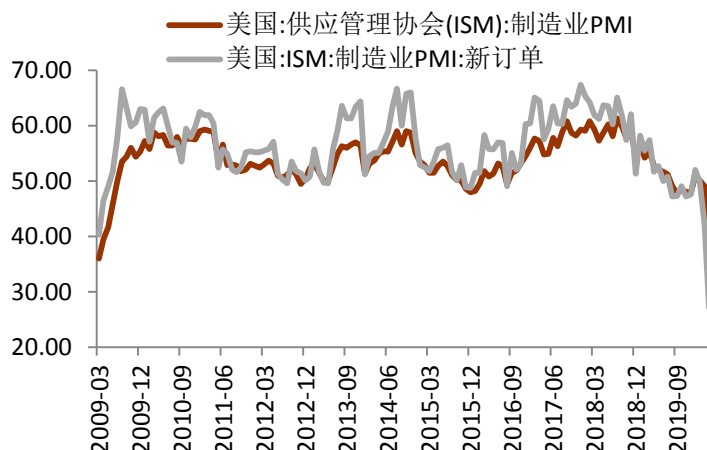
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

图表 6 全球主要经济体经济意外指数

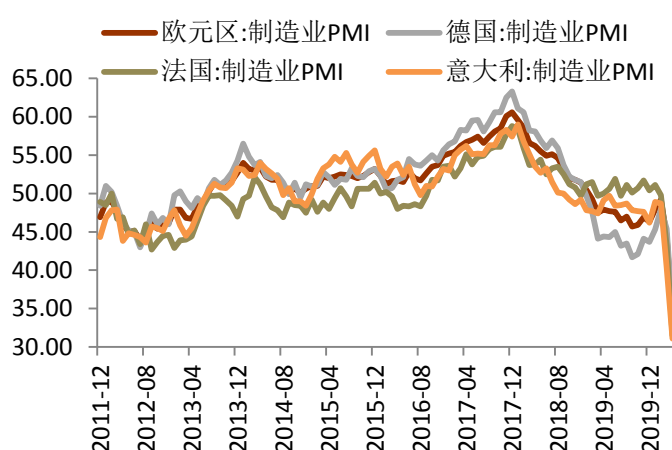


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

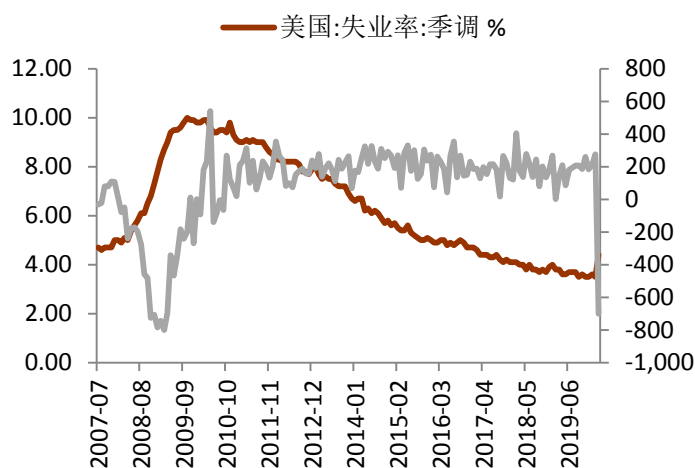


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

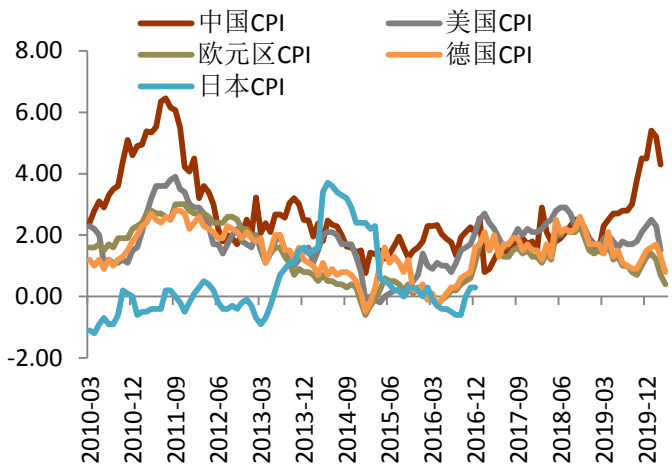


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化

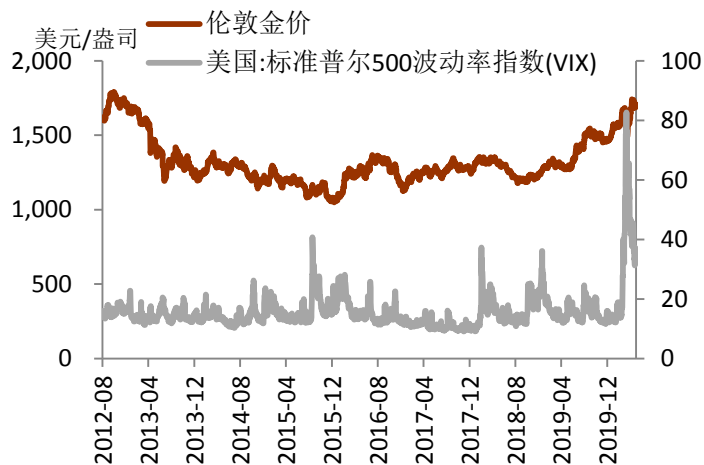


图表 10 主要经济体 CPI 变化

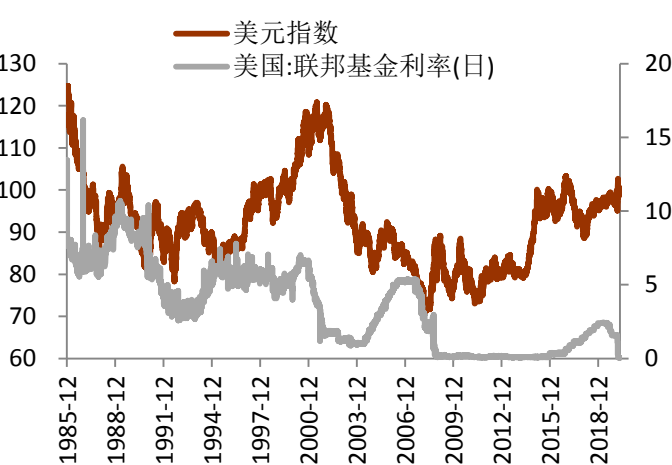


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

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

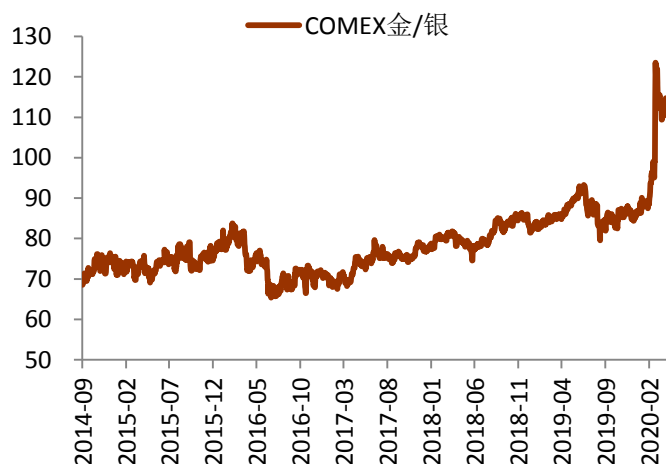
敬请参阅最后一页免责声明

三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

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。金银比价从 3 月下旬 120 上方的历史高位回调至目前的 110 一线，依然处于高位。我们对于金银比价的长期趋势是一直看涨的。目前多个国家开始复工，经济重启在望，在目前市场流动性改善、投资者风险偏好抬升的背景下，金银比价可能会阶段性回调。

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

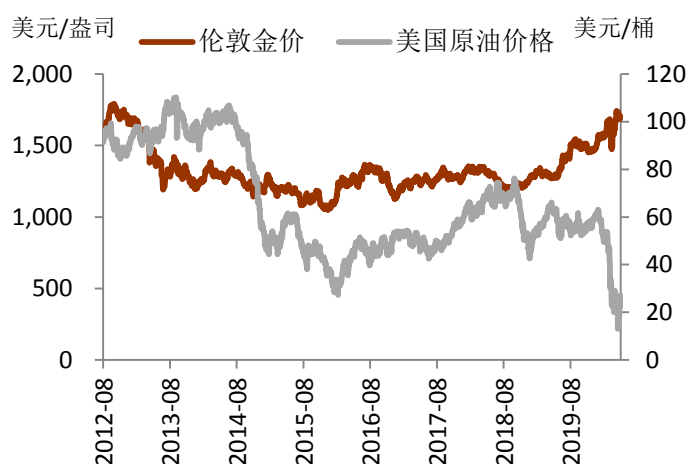
2、黄金原油比价变化

疫情影响需求缩减，叠加库存高企、产量增加，4 月原油价格继续暴跌，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。之后油价低位反弹，黄金原油比价也快速回落，目前依然处于 60 上方。全球经济衰退的背景下，原油的供需面趋宽松，预计油价将会持续低位震荡。即使 OPEC 会议达成联合减产也难以有效提振油价，黄金原油的比价将持续处于高位。

图表 13 原油/黄金比价变化



图表 14 金价与油价走势对比

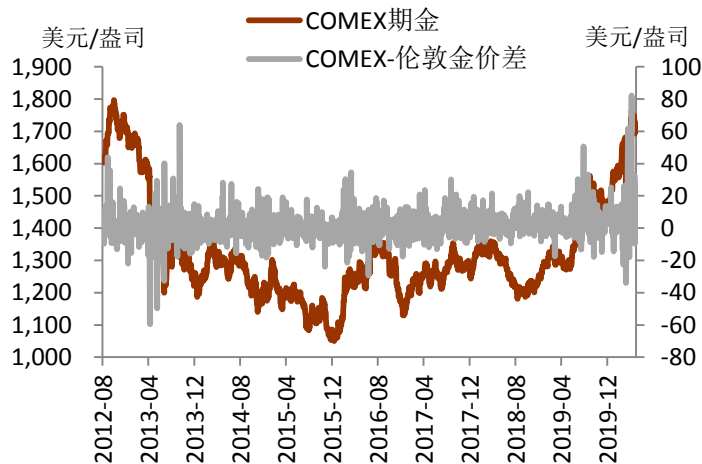


资料来源：Wind，铜冠金源期货

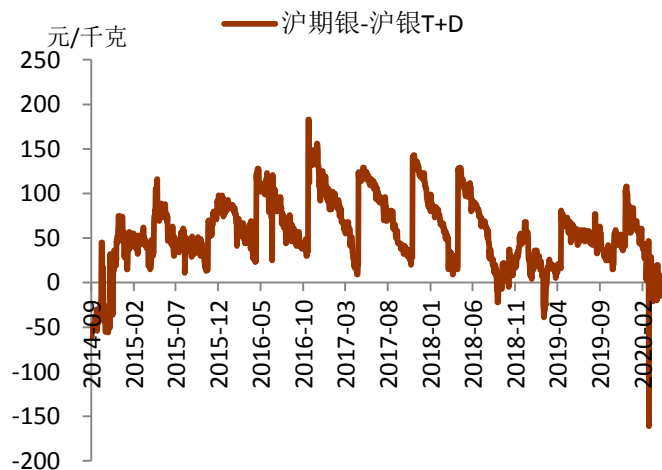
3、期现及跨期价差变化

进入 4 月，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缓解，黄金市场内外盘的期现价差都快速回归。近期 COMEX 黄金价格对于伦敦现货黄金甚至出现贴水的现象。国内白银期现价差也回归至正常范围，近期白银期货价格也相对于白银现货出现贴水。预计后期期现价格都会回归正常水平，黄金和白银期货相对于现货贴水的现象都会消失。

图表 15 COMEX 期金与伦敦金价差变化



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 3 月 COMEX 黄金期货和伦敦现货黄金的基差剧烈扩大后，COMEX 通过改进易机制有效地增强了纽约黄金交割的灵活性，缓解黄金库存不足的问题。CME3 月 25 日宣布，出于对近期黄金市场物流情况的考虑纽约商品交易所宣布将推出黄金（交割增强）期货，扩大可交割品的范围。该期货合约与传统 COMEX 黄金不同的是，除了接受原来 100 盎司的金条交割，还将 400 盎司和 1 公斤金条也列入了交割品范畴。与此同时，美国还加大了从瑞士进口黄金的力度，这都有效缓解了对实物交割不足的担忧。从数据来看，COMEX 黄金期货的库存从 4 月初开始快速增加，目前已经达到 206.9 万盎司，为历史新高，比上个月的库存大幅增加了 167%。增加的库存中大部分都是 400 盎司的金条。

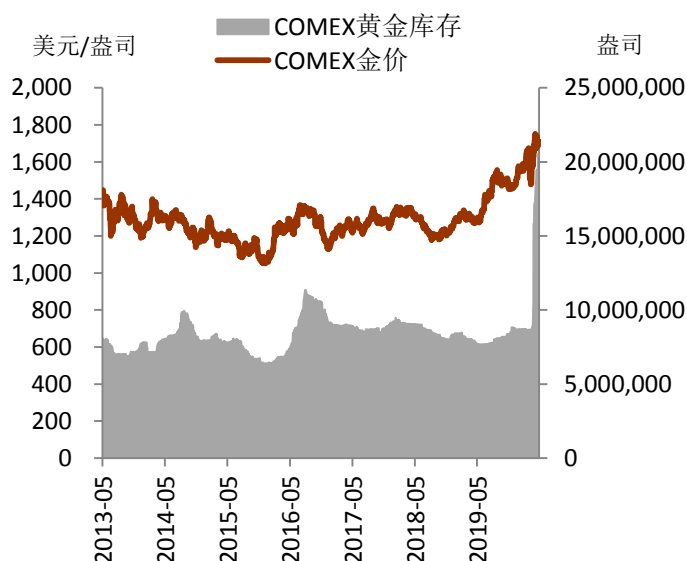
COMEX 白银期货的库存变化不大仍处于高位，目前有 3.15 亿盎司，比上月减少 1.99%，已连续两个月小幅下降，比去年同期增加 2.09%。国内的白银库存持续高位，特别是上海黄金交易的白银库存持续增加至 3800 多吨，而上海期货交易所的白银库存 3 月中旬达到 2487 吨的高点后开始持续下降，目前有 2078 吨。目前国内两大交易所的白银库存从上个月的高点近 6000 吨下降至 5872 吨。

图表 17 COMEX 贵金属库存变化

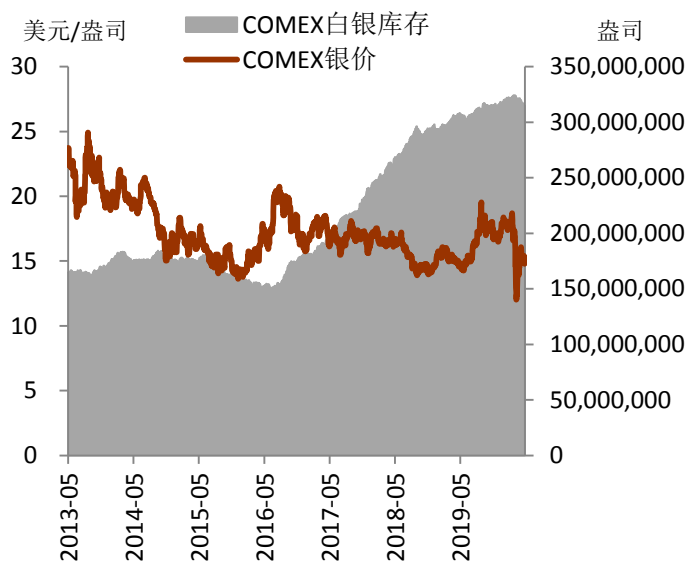
	2019/5/7	2020/4/2	2020/5/5	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	7749407	10496520	20682479.13	10185959	97.04%	12933072	166.89%
白银(千盎司)	308330	321170.4	314782.28	-6388	-1.99%	6452	2.09%

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

敬请参阅最后一页免责声明

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

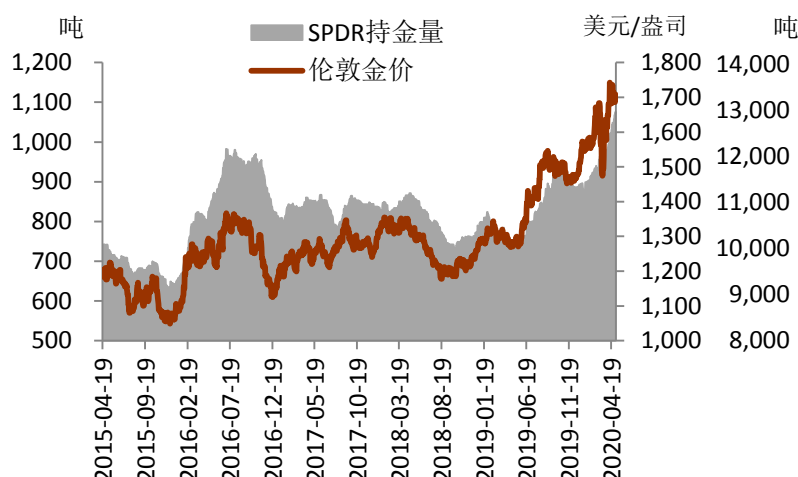
随着今年金价的上涨，投资者对黄金的投资热情持续高涨，黄金 ETF 的持金量也在不断上涨。目前全球黄金 ETF 的持金总量超过 3000 吨，全球最大黄金 ETF - SPDR Gold Trust 持仓从 3 月下旬直至 5 月 5 日都在持续增加，期间未出现过下降，创 2012 年以来最长不间断的增加天数，持金量增加超过 100 吨。目前全球最大黄金 ETF 持金量为 1076.39 吨，比去年同期增加 45.53%。全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 12850 吨，比上月增加 4.54%，比去年同期增加 32.42%。

图表 22 贵金属 ETF 持仓变化

单位：吨	2019/5/16	2020/4/2	2020/5/5	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2192.74	2825.69	3006.00	180	6.38%	813	37.09%
SPDR 黄金持仓	739.64	968.75	1076.39	108	11.11%	337	45.53%
ETF 白银总持仓	16230.28	20156.13	20991.16	835	4.14%	4761	29.33%
ishares 白银持仓	9703.63	12291.53	12849.59	558	4.54%	3146	32.42%

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

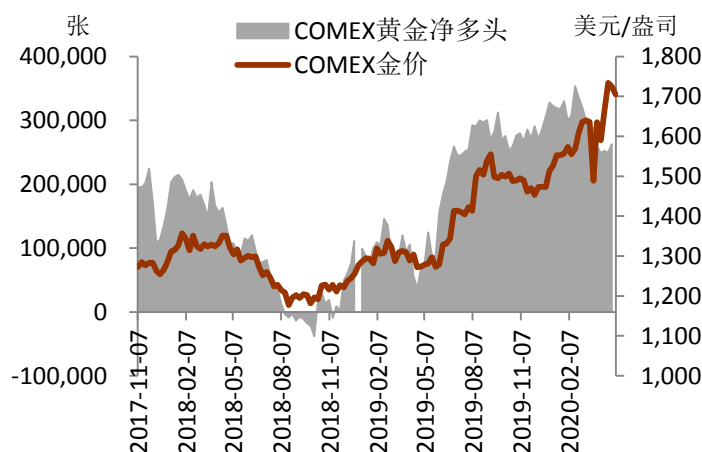


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

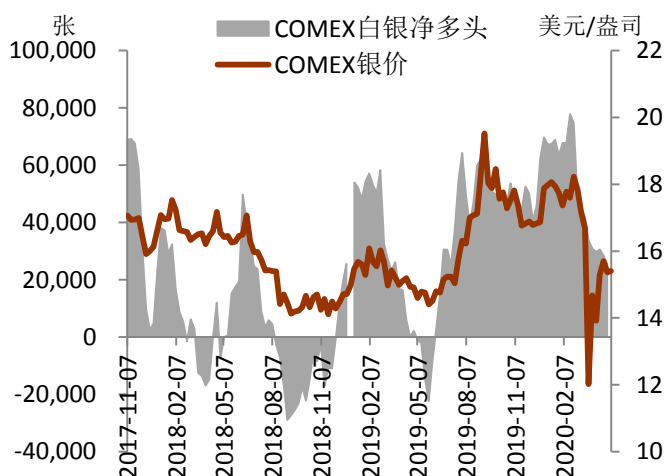
6、CFTC 持仓变化

今年 COMEX 黄金期货的非商业性净多单的高点在 3 月中旬, 之后就持续下降。根据 CFTC 的公布的数据, 截至 4 月 28 日, COMEX 黄金期货的非商业性净多为 262729 张, 比 3 月 18 日的高位 343649 张明显下降, 到比上周小幅增加。COMEX 白银期货的非商业性净多头寸持仓为 25505 张, 比 2 月 18 日的高位 7.87 万张下降超过三分之二。黄金白银的价格与 COMEX 黄金白银期货净多头寸的变化明显正相关性。整体看来, 黄金白银期货的非商业性净多头寸已从高位回落。特别是白银期货的净多持仓已经处于较低的水平, 后期的增长空间可能更大, 白银价格也会有更大的波动率。

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

7、黄金的供需情况

根据世界黄金协会公布的数据：第一季度，全球黄金总需求小幅增长至 1083.8 吨，同比增长 1%。在疫情在全球蔓延及对经济的拖累显现的影响下，投资者开始寻求避险资产。黄金 ETF 吸引了巨额流入增持 298 吨，推动其全球总持仓量达到了创纪录的 3185 吨。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。金饰需求受到的打击尤为沉重，第一季度全球金饰需求量同比滑落 39%到 325.8 吨，为记录新低。与此同时，科技用金需求也降至有记录以来的最低点，为 73.4 吨，同比降幅达 8%。尽管增速低于 2019 年第一季度，各国央行在继续大量购买黄金，第一季度全球央行黄金的净购买量达 145 吨，同比下降 8%，俄罗斯央行在 3 月底宣布暂停增加黄金储备。

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。今年第一季度全球金矿产量降至 795.8 吨为近 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。

中国黄金协会 4 月 28 日发布的统计数据显示，受疫情影响，2020 年第一季度中国黄金产量和消费量均下滑。2020 年一季度，国内原料黄金产量为 82.63 吨，与 2019 年同期相比减产 10.14 吨，同比下降 10.93%。2020 年一季度，中国黄金实际消费量 148.63 吨，与 2019 年同期相比下降 48.20%。其中：黄金首饰 92.04 吨，同比下降 51.06%；金条及金币 37.67 吨，同比下降 46.97%。

四、行情展望及操作策略：

在经济衰退压力加大和全球央行保持低利率的环境下，避险资产黄金价格走势必定易涨难跌，我们持续看好中长期黄金价格走势。

目前疫情在全球范围内出现好转，已有多个国家相继解封提振经济，市场情绪有所回暖，预计近期贵金属价格将呈震荡偏弱走势，后市进一步关注美国经济重启的进展。若美国经济重启顺利，经济数据改善超预期，资产价格会迎来一波较大幅度的反弹，而在金银价格高位回调之后，后期白银价格的走势会强于金价。

预计近一个月 COMEX 期金主要波动区间在 1600-1750 美元/盎司之间、COMEX 期银的主要波动区间在 14-16.5 美元/盎司之间。

投资策略建议：沪金银等待逢低做多的机会

风险因素：中美关系恶化；美国经济重启不顺

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。