

2020年3月5日 星期四



央行加码宽松拉开序幕

金银价格保持乐观

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

要点

- 由于新冠疫情在海外迅速蔓延,市场避险情绪高涨,全球金融市场遭受动荡,美联储采取紧急大幅度的降息50BP以应对。美联储是全球流动性总闸口,预计接下来主要央行都大概率实施降息并出台财政刺激政策。虽然短期贵金属价格因市场风险偏好提升而承压,但在全球货币宽松及宽松加码预期下,金银价格继续会继续走高是大概率事件。
- 预计COMEX金价近一个月主要波动区间在1600-1700美元/盎司之间、COMEX银价的主要波动区间在16.7-18美元/盎司之间。
- 投资策略建议:沪金银伺机逢低做多
- 风险因素:疫情在全球范围内很快得到控制;美联储调整政策

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、美联储提前降息，全球央行加码宽松拉开序幕	5
2、欧元区经济好转难以持续，欧央行将跟进降息	5
三、市场结构及资金流向分析.....	7
1、金银比价变化.....	7
2、黄金原油比价变化.....	8
3、期现及跨期价差变化.....	9
4、金银 ETF 持仓分析	9
5、CFTC 持仓变化.....	10
6、贵金属库存变化.....	11
四、行情展望及操作策略：	12

图表目录

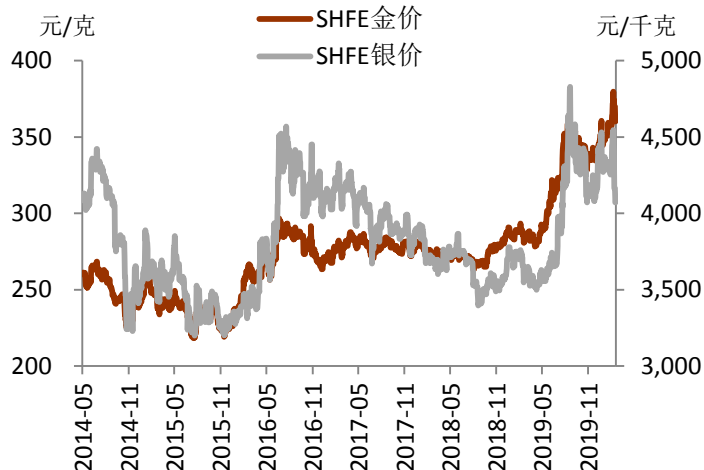
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美国实际利率走势变化	4
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化	6
图表 6 全球主要经济体经济意外指数	6
图表 7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化	6
图表 8 欧美制造业 PMI 增速变化	6
图表 9 美国失业率变化	7
图表 10 金价与 VIX 指数变化	7
图表 10 美国 CPI 增速变化	7
图表 11 欧元区 CPI 增速变化	7
图表 11 COMEX 金银比价变化	8
图表 12 沪期金银比价变化	8
图表 13 原油/黄金比价变化	8
图表 14 金价与油价走势对比	8
图表 15 沪期金与沪金 T+D 价差变化	9
图表 16 沪期银与沪银 T+D 价差变化	9
图表 18 黄金 ETF 持仓变化	10
图表 19 白银 ETF 持仓变化	10
图表 20 CFTC 黄金净多头持仓变化	10
图表 21 CFTC 白银净多头持仓变化	10
图表 23 COMEX 黄金库存变化	11
图表 24 COMEX 白银库存变化	11
图表 25 上海黄金交易所白银库存变化	12
图表 26 上海期货交易所白银库存变化	12

一、贵金属行情回顾

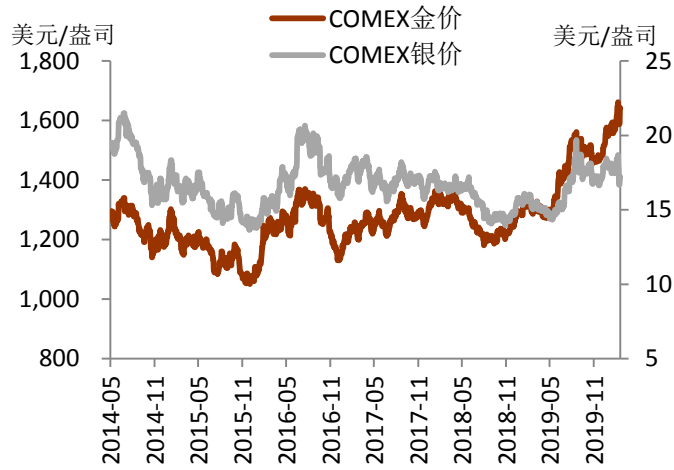
2月贵金属价格整体呈冲高回落走势。2020年2月的大部分时间，金价一直呈震荡上行走势，并在2月18日第三次冲击1600美元的整数关口而大获成功，而后加速上涨，并在2月24日冲关至1691.7美元后回调。由于大宗商品普遍下跌导致市场流动性匮乏，贵金属在2月28日也遭到抛售，COMEX期金主力合约大幅回落3.36%至1590美元一线。截至2020年2月28日，COMEX期金主力合约报收于1587.3美元/盎司，月度跌幅为0.38%；OMEX期银主力合约报收于16.68美元/盎司，月度跌幅为7.49%。有色金属纷纷下挫拖累白银价格的走势明显弱于黄金。由于人民币贬值预期存在，2月国内金银价格的整体走势依然强于外盘。

进入3月，受美联储提前降息提振，COMEX期金主力合约又返回1640美元/盎司上方。近期由于除美债外多数资产下跌，人民币汇率则呈现一定的升值压力。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

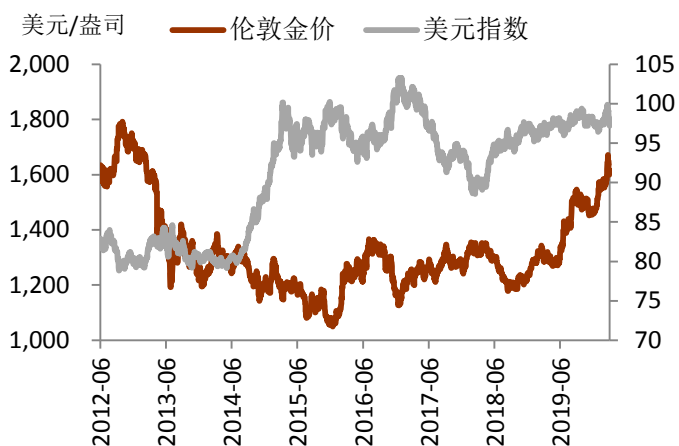


图表2 近5年COMEX金银价格走势

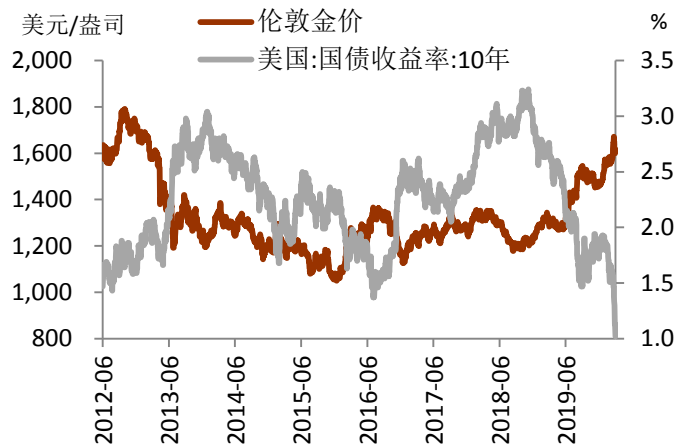


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

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

新冠肺炎疫情的爆发令全球经济前景蒙阴，市场避险情绪暴涨，商品下跌、欧美股市均大幅回调。全球利率水平也持续走低，美国 10 年期国债收益率创历史新低。全球流动性的宽松及宽松加码预期对贵金属价格提供支撑。

1、美联储提前降息，全球央行加码宽松拉开序幕

3 月初公布的美国 2 月 ISM 制造业 PMI 为 50.1，低于预期的 50.5 及上个月的 50.9。数据显示美国 2 月制造业活动放缓，因新订单减少，印证了对快速扩散的新冠病毒疫情会导致供应链中断的担忧。且物价指数大幅下跌，新订单、库存、就业指数均纷纷下跌，制造业景气度下降。再加上油价下跌通胀难以维持强势，市场普遍预期美联储将在 3 月 19 日的 FOMC 货币政策会议上降息。

美联储在 3 月 3 日就突然宣布下调联邦基金利率目标区间 50BP，至 1.00-1.25%，同时将超额准备金率（IOER）下调 50BP 至 1.1%，降息幅度和时间点略超出预期。美联储采取这种紧急大幅度的降息，基本都发生在突发危机事件导致美国经济衰退风险大幅攀升的时期，比如 2001 年初的科网泡沫破裂，“911 事件”以及 2008 年的次贷危机。这说明联储对本次疫情影响的评估不乐观，疫情可能加大美国经济陷入衰退的概率。此次美国经济尚未呈现危机状态，但政策已在按危机演进。

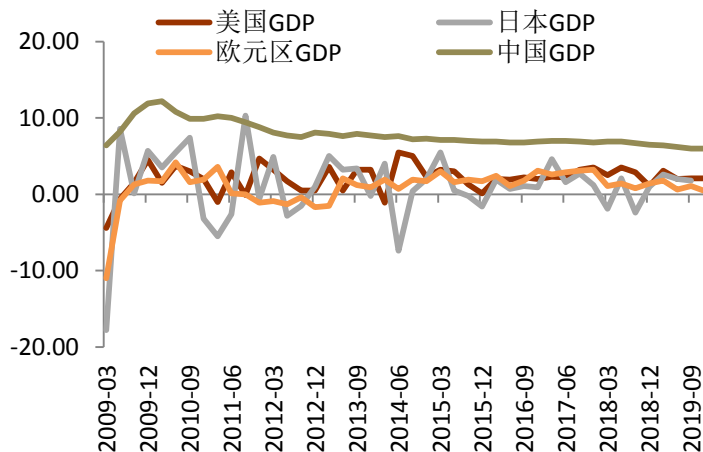
美联储降息只是开始。G7 财长和央行行长在联合声明中表示，认为目前疫情已是全球性的风险，将随时准备采取行动，包括酌情采取财政措施。按照历史经验，非常规降息之后基本都会伴随进一步降息。美联储是全球流动性总闸门，美联储降息有望带动全球央行跟随降息，开展新一轮的普遍货币宽松以应对疫情。出于维持利差、维护金融市场和汇率稳定，各国可能跟随降息。联储对疫情影响经济的判断也会很大程度上影响他国央行的预期，促使政策协同。

2、欧元区经济好转难以持续，欧央行将跟进降息

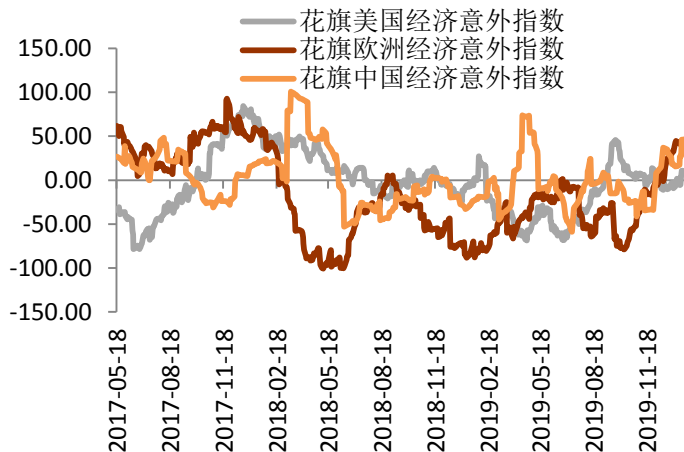
继 1 月的 PMI 数据出现好转之后，欧元区 2 月的制造业 PMI 为 49.2，也好于预期，虽然仍处于收缩区间，但创一年来新高。2 月的一些积极迹象表明，欧元区制造业萎缩的速度在缓和。制造业生产降幅缓和至一年来最慢水平，尽管出口销售下降，新订单跌至 15 个月最弱水平，但有迹象表明内部需求正在上升，尤其是消费端需求。其中，法国和德国 2 月制造业 PMI 分别为 49.8 和 48，均略有回升。虽然产量下降且新订单减少，但德国制造业受内需提振而出现逐渐企稳迹象。但 2 月下旬疫情在欧洲开始蔓延有可能拖累经济，尤其是意大利制造业 PMI 仅为 48.7。若 3 月疫情仍得不到控制，欧元区经济将会恶化。

目前欧元区已处于负利率,市场普遍预期央行将会在3月12日把存款利率从目前的-0.5%降10个点至创纪录低点-0.6%,并且在年底之前还会有另外一次同等幅度的降息。但欧元区本身已处于负利率及各国独立的财政,使得欧央行降息的有效性存疑。

图表5 主要经济体 GDP 增速变化

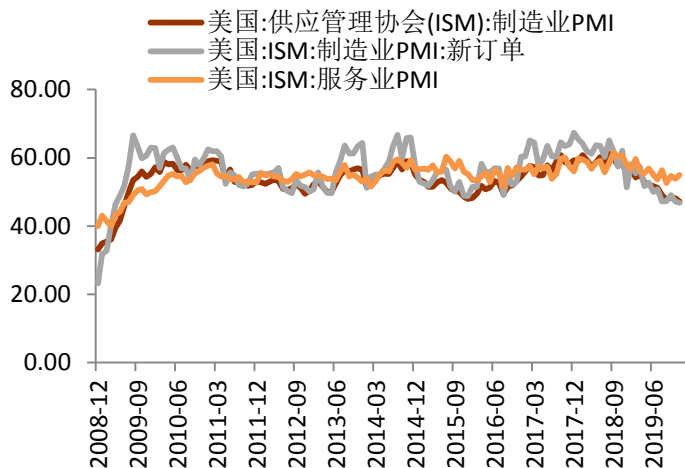


图表6 全球主要经济体经济意外指数

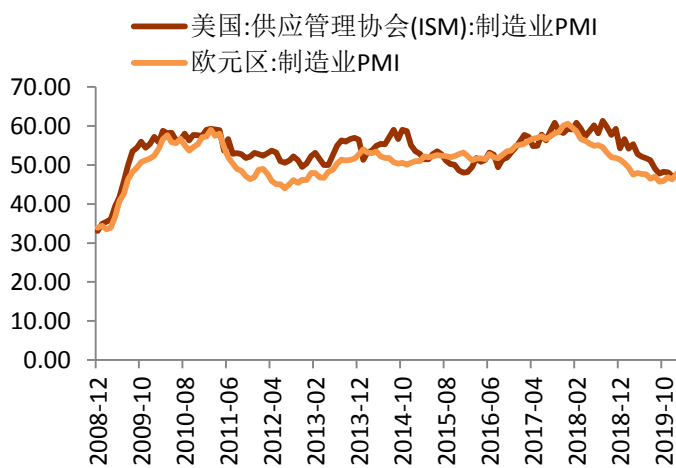


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表7 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 增速变化

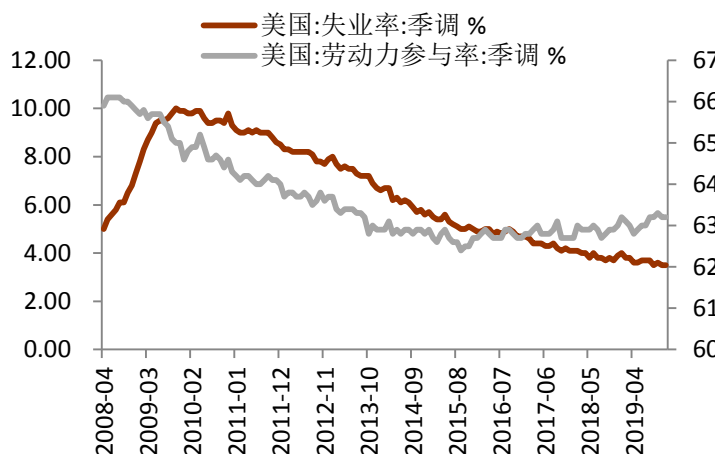


图表8 欧美制造业 PMI 增速变化

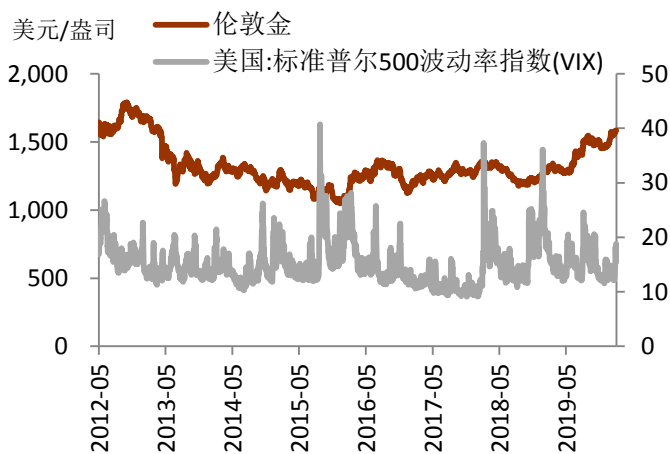


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 9 美国失业率变化



图表 10 金价与 VIX 指数变化

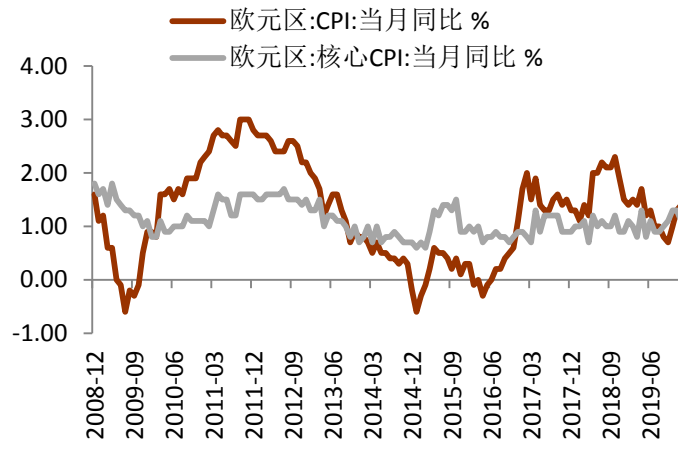


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 10 美国 CPI 增速变化



图表 11 欧元区 CPI 增速变化



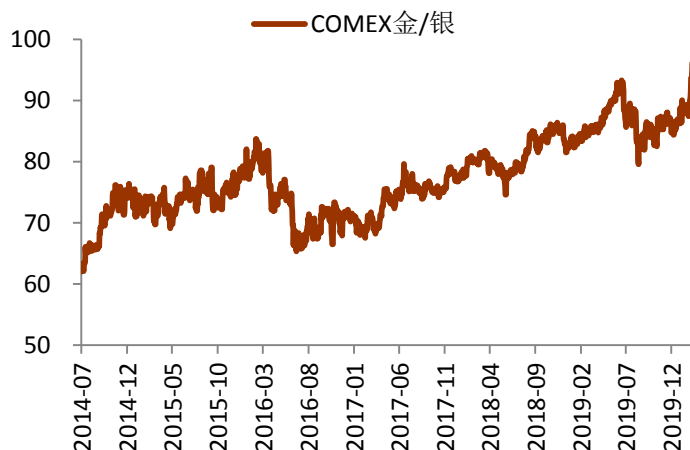
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

1、金银比价变化

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。虽然金银比价在去年第三季度达到 93 的高点后快速回落至 75 一线，但从去年 9 月开始又持续走高，在今年 2 月底又突破去年的高低并再创新高。目前 COMEX 金银比价上涨至 96 附近，沪金银比价也临近 90。整体来看，在目前经济前景不明，及地缘政治等风险因素频发的背景下，黄金价格会持续强于白银，预计金银比价将继续走高。

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

今年的新冠肺炎疫情让全球经济前景再度转差，原油需求预期悲观。NYMEX 原油期货的价格虽然在 2 月初下跌至 50 美元/桶一线支撑位后小幅反弹，但在 2 月下旬，由于疫情在海外地区快速发展，在欧洲和北美也开始爆发，市场恐慌情绪加大，美股持续暴跌，油价遭受重创。NYMEX 原油期货价格跌破震荡区间，持续下跌至 43.3 美元/桶的低位。而贵金属价格在避险需求的支撑下保持强势，目前黄金/原油的比价持续上涨，目前已经至 34.3 一线。预计今年原油需求仍将维持弱势，供需面整体趋宽松，即使 OPEC+深化减产或也无法扭转原油价格的颓势，原油价格的中长期走势也难言乐观。

图表 13 原油/黄金比价变化



图表 14 金价与油价走势对比



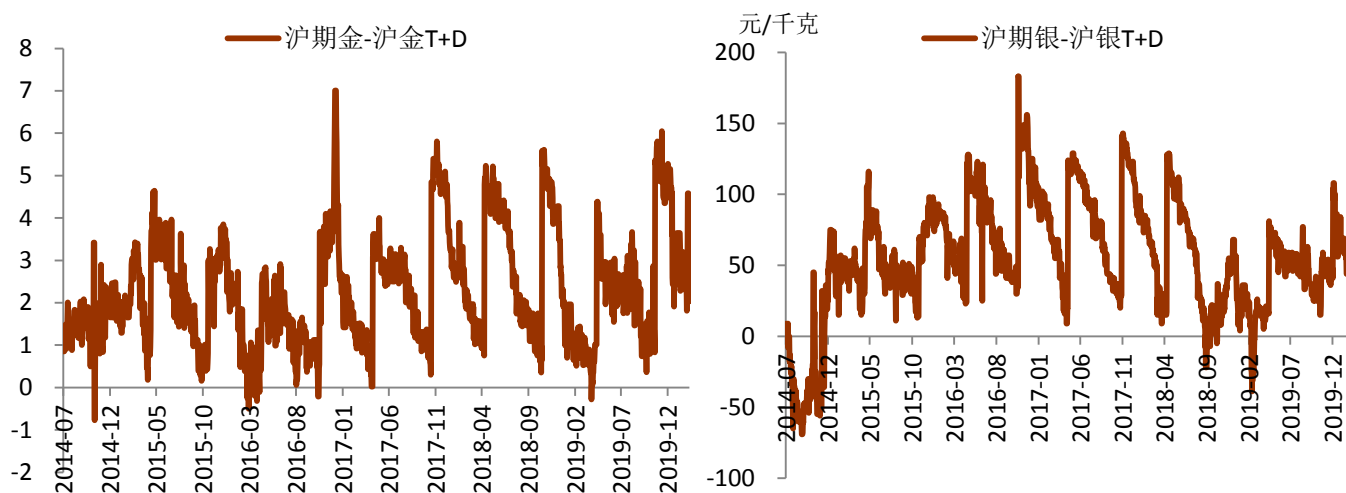
资料来源：Wind，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

国内黄金期现价差的变化,受国内黄金期货合约在 06 和 12 合约之间移仓换月的影响,而出以半年为周期的现规律性变化。此外,黄金的期现价差还受到人民币兑美元汇率的影响。目前沪期金主力 2006 合约和沪金 T+D 的价差在 4.5 的水平,高于历年的平均值。这与近期人民币对美元汇率快速贬值有关。而国内白银期货主力 2006 合约与沪银 T+D 之间的价差在 2 月份快速回归,目前在 27 附近,与历年的平均值相当。预计接下来黄金的期现价差大概率会缩小。

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、金银 ETF 持仓分析

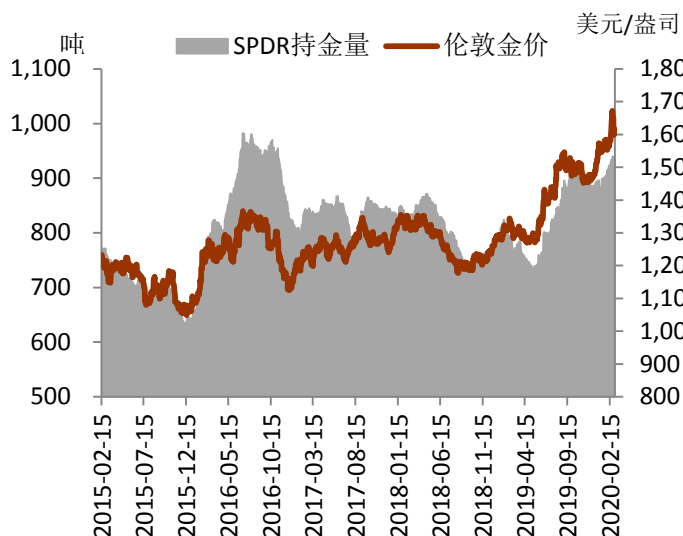
全球黄金 ETF 总持仓量在去年第三季度创下了历史新高之后,在第四季度有所下降。进入 2020 年,黄金 ETF 的再度快速增仓。全球最大的黄金 ETF-SPDR 在今年 2 月增持黄金 31 吨,黄金持有量在 2 月下旬超过 940 吨,而白银 ETF 在 2 月的持仓变化不大。截至 3 月 3 日,SPDR 持有黄金 935 吨,全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 11255 吨,与上月基本持平。但黄金白银 ETF 的持仓量比去年同期都有大幅增加。根据我们的长期跟踪,黄金白银 ETF 的持仓变化一直都滞后于金银价格的变化。在贵金属不断走高的趋势下,预计黄金白银 ETF 的持仓量还会继续增加。

图表 17 贵金属 ETF 持仓变化

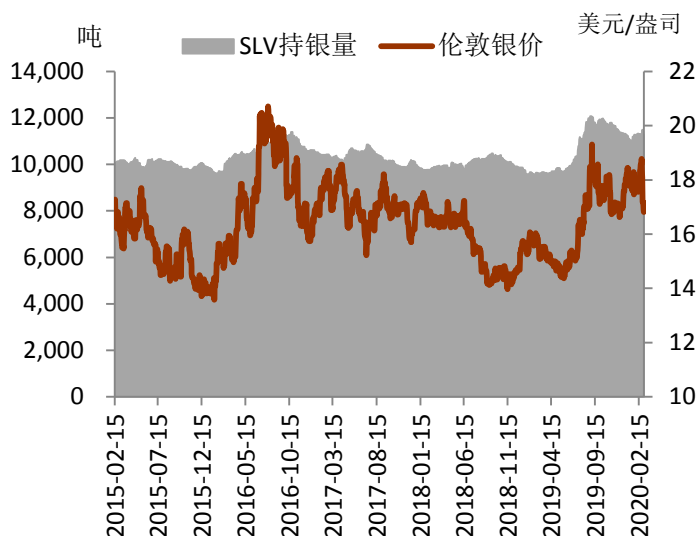
单位: 吨	2020/3/3	2020/2/25	2020/2/1	2019/3/3	较上周增减	较上月增减	较去年增减
SPDR 黄金持仓	934.52	940.09	903.21	766.59	-5.57	31.31	167.93
ishares 白银持仓	11255.75	11324.35	11256.54	9595.54	-68.60	-0.79	1660.21

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 18 黄金 ETF 持仓变化



图表 19 白银 ETF 持仓变化

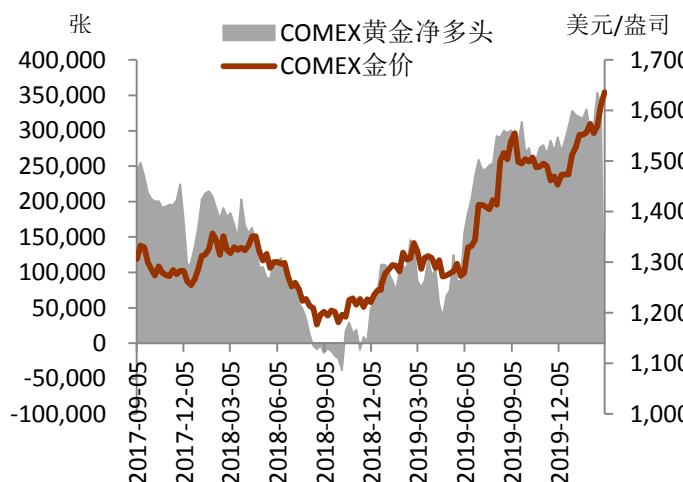


资料来源：Wind，铜冠金源期货

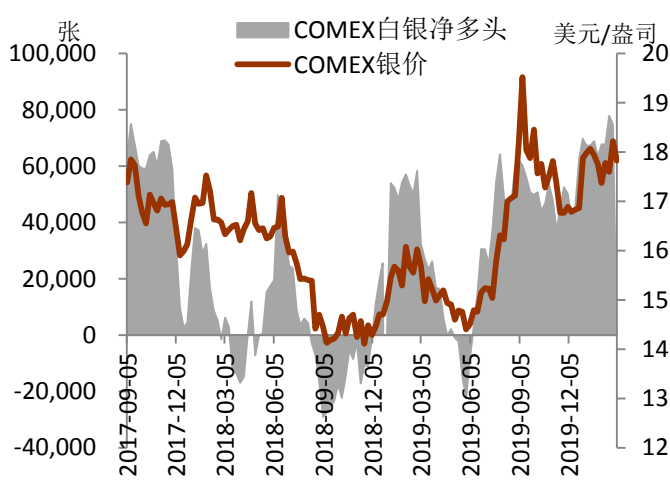
5、CFTC 持仓变化

投机资金的持仓变化是助推行情的直接因素。根据 CFTC 的公布的数据，截至 2 月 25 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多单在上个月的高位上继续增加 12%，至 335865 张。COMEX 白银期货的非商业性净多头寸持仓为 7.48 万张，虽然较上周有所下降，但较上月都增加 10%。黄金白银的价格与 COMEX 黄金白银期货净多头合约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均为近几年的高位。多头拥挤也是 2 月 28 日金银价格出现大幅回调的原因之一。预计金银价格短期回调不改向好趋势。

图表 20 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 21 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

6、贵金属库存变化

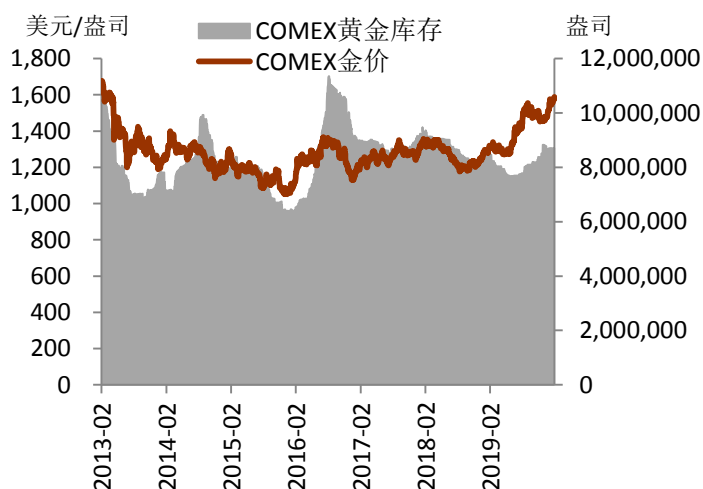
我们在去年的报告中分析过，贵金属的金融属性更强，这使得从商品属性维度的库存变化对价格的影响不大。贵金属价格并不会受到库存变化的明显影响。今年 2 月份金银价格继续上涨，黄金的库存略有减少，白银的库存继续增加。截至 3 月初，COMEX 黄金期货的库存为 865 万盎司，比上月减少 0.74%，较去年同比增加 5.94%；而 COMEX 白银期货的库存则为 3.24 亿盎司，与上月增加 0.9%，同比增加 8.75%。国内的白银库存还在持续增加，特别是上海期货交易交易所的库存的从去年 10 月份开始快速增加至 2443 吨。目前国内两大交易所的白银库存达到近 6000 吨。

图表 22 COMEX 贵金属库存变化

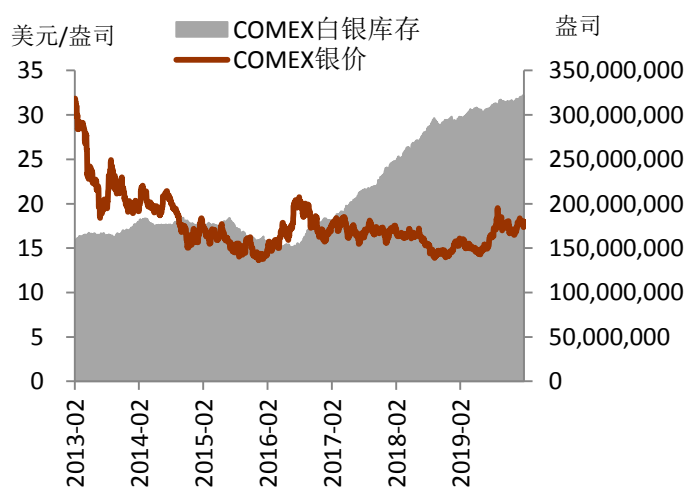
	2020/3/3	2020/2/3	2019/3/3	较上月 增减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	8647309	8712098	8162489	-64790	-0.74%	484820	5.94%
白银(千盎司)	324194258	321297752	298098888	2896506	0.90%	26095369	8.75%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 23 COMEX 黄金库存变化



图表 24 COMEX 白银库存变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 25 上海黄金交易所白银库存变化



图表 26 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略：

由于新冠疫情在海外迅速蔓延，市场避险情绪高涨，全球金融市场遭受动荡，美联储采取紧急大幅度的降息 50BP 以应对。美联储是全球流动性总闸门，预计接下来主要央行都大概率实施降息并出台财政刺激政策。虽然短期贵金属价格因市场风险偏好提升而承压，但在全球货币宽松及宽松加码预期下，金银价格继续会继续走高是大概率事件。

预计 COMEX 金价近一个月主要波动区间在 1600-1700 美元/盎司之间、COMEX 银价的主要波动区间在 16.7-18 美元/盎司之间。

投资策略建议：沪金银伺机逢低做多

风险因素：疫情在全球范围内很快得到控制；美联储调整政策

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。克