



贵金属价格上涨的逻辑解析

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

主要观点

黄金的上涨逻辑：

- 一、 各国央行不断推出超预期的财政和货币政策
- 二、 大规模的货币投放导致美国实际利率不断走低
- 三、 避险模式下，黄金的投资需求大幅增加

白银的上涨逻辑：

- 一、 超跌的白银在黄金和基本金属普遍大涨后有补涨的内在需求
- 二、 矿端供应受扰，今年银矿产量下滑
- 三、 投资资金持续流入白银市场
- 四、 投机资金流向显示白银会有更大的上涨空间

我们长期看好贵金属价格的走势，认为黄金价格长期来看会有更好的表现。中期来看，各国经济都出现明显改善，市场的风险偏好普遍抬升，白银仍具有继续上涨的潜力。但短期银价涨幅过大，已经不适合追多，谨防白银短线冲高回落风险。

黄金

今年上半年贵金属价格走势均保持强势运行。虽然在3月中旬因美元流动性紧张而出现大幅回调，但目前COMEX金价已达1880美元/盎司，距离1920美元/盎司的历史高点仅一步之遥，今年以来的涨幅已达24%。

我们认为涨贵金属的主要逻辑，一是以美国为首的全球央行不断加码量化宽松导致实际利率不断走低，二是经济遭受重创下避险和投资需求增加。

一、各国央行不断推出超预期的财政和货币政策

从3月份开始，以美联储为首的全球央行为应对疫情影响下经济陷入衰退而推出大量的量化宽松和财政刺激政策。3月15日美联储在非常规会议上紧急降息100BP，联邦基金利率降至0%-0.25%；降低法定准备金要求至0；QE重启。就此彻底拉开了全球央行再度放水救市的大门。今年3月以来各国央行的政策操作如下图：

图表1 今年3月以来主要央行的政策操作

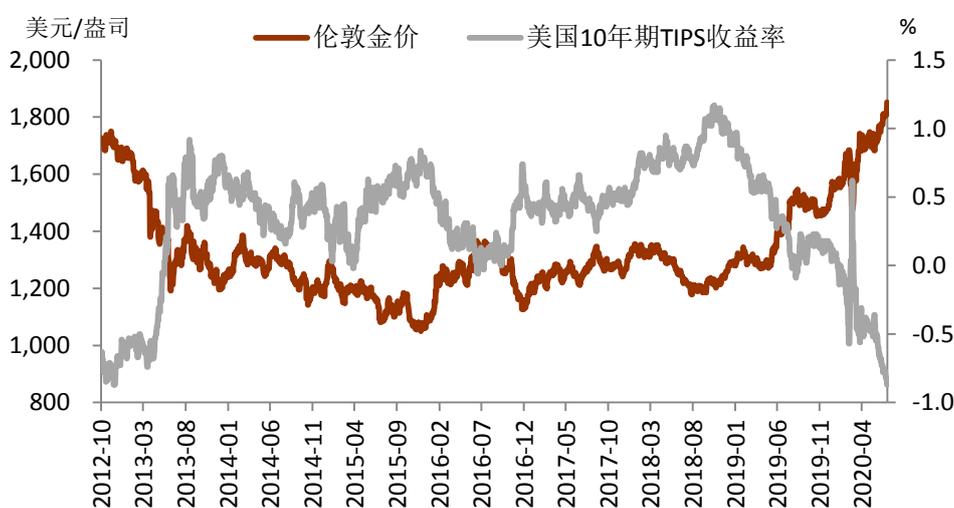
海外主要经济体央行应对COVID-19措施进程			
国家/地区	公布时间	具体措施	
美国	03/03	紧急降息50bps，应对美股大跌	
	03/12	宣布1.5万亿美元回购，紧急放松流动性，应对美股大跌	
	03/15	紧急降息100个基点至零下 宣布7,000亿美元量化宽松(QE) 与ECB, BoI, BoE, BoC, SNB开展常备美元互换，规模先上限，利率由此前的OIS+50bps下调至OIS+25bps；期限最长84天 贴现利率下调150个基点，贴现利率与联邦基金利率利差缩小，鼓励银行使用贴现窗口 贴现窗口借款期限延长90天 法定存款准备金率下调10个基点至零	
	03/17	宣布商业票据融资工具(CPFF)支持商业票据市场，财政部从外汇稳定基金(ESF)中出资100亿美元支持 宣布一级交易商信贷工具(FDCF)提供担保和期限最长为90天的定期有抵押融资	
	03/18	宣布货币市场基金流动性工具(MMLF)，为银行购买货币市场基金资产提供贷款，财政部出资100亿美元提供担保 与澳大利亚、巴西、韩国、墨西哥、新加坡、台湾、丹麦、挪威、新西兰央行开展临时美元互换，前六家规模上限600亿美元，后三家规模上限300亿美元	
	03/19	与欧央行等的常备美元互换操作从周度转为日度操作	
	03/23	宣布升级版QE(美国国债和MBS)，并将机构商业抵押担保证券(CMBS)纳入购买 宣布一级市场公司信贷工具(PMCCF)和二级市场公司信贷工具(SMCCF)购买公司债，财政部提供100亿美元资本金，十级杠杆支持购买各1,000亿美元，共2,000亿美元 宣布资产支持证券贷款工具(TALF)，保证以助学贷款、汽车贷款、信用卡贷款、小企业管理局担保的贷款和其他其它资产为担保的资产支持证券发行；财政部提供100亿美元资本金，支持1,000亿美元贷款发放	
	03/31	宣布临时海外央行回购协议安排(FIMA Repo)，允许外国央行利用其持有的美国国债抵押获取美元流动性	
	04/01	宣布大型银行在计算其补充性杠杆比率时，可持有的美国国债和在美联储存款准备金从中剔除	
	04/09	美联储宣布提供2.3万亿信贷工具，包括： 宣布小企业贷款流动性工具(PPPLF)，为银行向小企业发放的3500亿美元PPP项目贷款提供流动性支持 宣布“主街”贷款工具(MSMLF, MSELF)，购买6000亿美元中小企业贷款，财政部提供750亿美元资本金 宣布市政债流动性工具(MLF)向州和市政府提供5000亿美元贷款，财政部提供350亿美元资本金 扩展公司债信贷工具(PMCCF, SMCCF)，规模分别扩展至5000亿和2500亿美元，财政部再提供750亿美元资本金 资产支持证券贷款工具(TALF)抵押品新增CLO和CMBS，规模依然为1000亿美元，财政部提供100亿美元资本金	
	欧元区	03/12	宣布临时长期再融资(LTRO)为银行提供中期流动性 TLTRO-III定价更加慷慨，利率基准主要再融资利率低25个基点，额度上限由2019年末贷款存量的30%上调至50% 增加1200亿资产购买(QE)
		03/18	宣布7500亿欧元大流行紧急购买计划(PEPP)，购买债券及比例可灵活调整，希腊债券纳入合格购买对象 抵押品可包括3月后从投资组合下调至BB级及以上的垃圾级债券
		04/22	TLTRO-III利率基准再调低25个基点，欧元区再融资利率低50个基点
04/30		宣布大流行紧急长期再融资(PELTRO)，接替此前的临时LTRO	
日本	06/04	增加5000亿欧元大流行资产购买(PEPP)	
	03/16	调整ETF年度购买上限新增至12万亿日元；REIT年度购买上限新增至1800亿日元 到2020年9月底增加2万亿日元商业票据和公司债购买 宣布特别贷款工具，给予银行借入8万亿日元以发放贷款的空间	
	04/27	国债年度购买上限从80万亿日元改为无限制 商业票据和公司债年度购买上限从目前的2万亿和3万亿日元，分别增加7.5万亿，总目标为20万亿日元 特别贷款工具优化，安全规模从8万亿日元上升至23万亿日元	
英国	03/11	降息50bps 逆周期资本缓冲要求(CCyB)降低至0% 启动定期融资方案(TFS)，向银行提供资金，并额外激励向中小企业提供贷款	
	03/17	宣布Covid-19公司融资工具(CCFI)，为公司提供流动性帮助	
	03/19	紧急降息150bps至0.1% 宣布2000亿英镑规模的债券购买(QE)计划 向政府提供“临时和短期”直接货币融资	
	04/09	向政府提供“临时和短期”直接货币融资	
加拿大	03/04	降息50bps	
	03/13	降息50bps	
	03/27	降息50bps至0.25% 宣布商业票据和国债购买计划：国债每周至少购买50亿加元	
	04/15	宣布500亿加元省债债券购买 宣布100亿加元股票级公司债购买	

二、大规模的货币投放导致美国实际利率不断走低

美联储今年3月份以来不断加码量化宽松，大规模的货币投放造成了流动性的充裕。从货币的角度上看，美国的M2货币同比增速从年初的6.8%直接拉升至当前的23%增速，这样带来美国的实际利率一路走低。

黄金的阶段性与美国实际利率负相关。因为美国的实际利率代表着持有黄金的成本。以美国10年期国债收益率代表的名义利率已保持窄幅波动，但以剔除通胀预期的美国10年期TIPS收益率代表的美债实际收益率却在持续下滑，近期已经下滑至-0.87%，当前实际利率已经达到历史最低水平。总体而言，美国名义利率维持不变，但通胀预期或将抬升，是导致美债实际利率下行的的重要因素，也奠定了贵金属上涨的基础。

图表2 金价与美国10年期TIPS收益率变化负相关



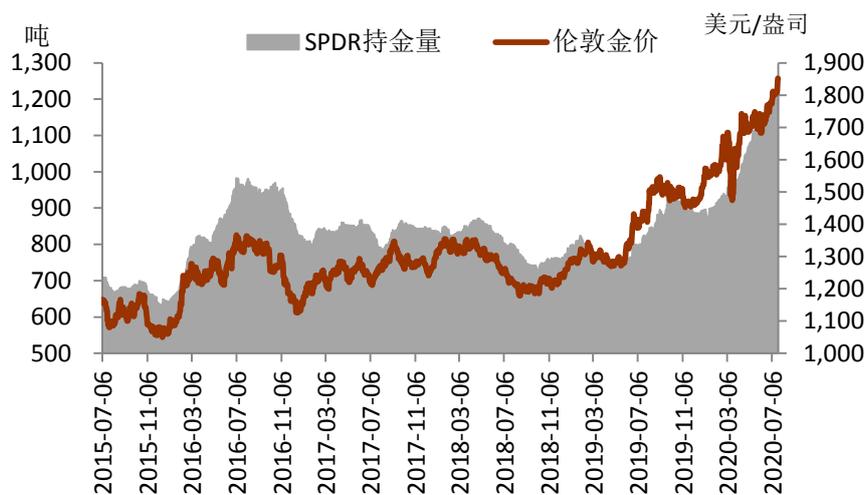
资料来源：Wind，铜冠金源期货

三、避险模式下，黄金的投资需求大幅增加

在全球经济前景不乐观，风险事件频发的情况下，市场的避险需求增加。今年在疫情冲击下金银价格大幅上涨，投资者对贵金属的投资热情持续高涨。过去一年，全球黄金ETF资产管理规模接近翻倍，黄金ETF的持金量也在不断上涨。目前全球黄金ETF的持金总量近3200吨，其中最大的黄金ETF - SPDR Gold Trust 持仓从3月下旬开始持续增加，截至7月22日，其持金量为1225吨，比去年同期增长近50%。虽然黄金ETF今年增速巨大，但全球最大的黄金ETF - SPDR的持金量距离2012年12月份1350吨的历史高点仍有一定的空间，黄金ETF增持仍有余力。

从历史来看，黄金白银ETF的持仓变化与价格正相关，但滞后于金银价格的变化。预计后市金银价格的上涨将带动黄金白银ETF的持仓量继续增加。

图表 3 全球最大的黄金 ETF-SPDR 持仓量变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

白银

在今年 3 月 15 日美联储推出无限量 QE 之后, 金融市场开始止跌企稳, 银价走势就强于金价, 并在近期出现大幅飙升。截止 7 月 23 日, 国际银价已经站上 23 美元/盎司之上, 白银价格从低位上涨的涨幅已经超过 100%。我们从以下几个方面分析了白银价格大幅上涨的原因。

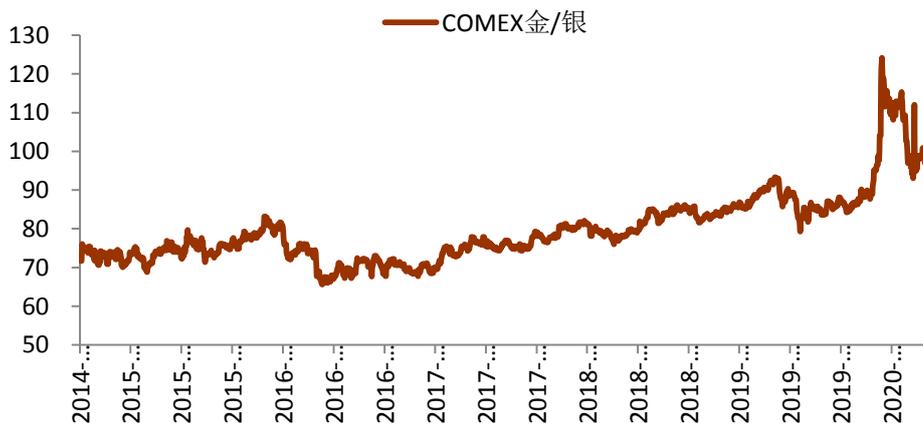
一、超跌的白银在黄金和基本金属普遍大涨后有补涨的内在需求

3 月份美元流动性紧张使得所以金融资产遭受集体抛售。作为避险资产的黄金白银也不例外。COMEX 金价在 3 月 17 日达到了 1450 美元/盎司, 回吐了 2019 年 12 月以来的全部涨幅, 而前期一直弱于金价的 COMEX 银价在 3 月 18 日跌到了 11.64 美元/盎司的低位, 为近 11 年的最低水平, 银价处于严重超跌的状态。

随后美联储加码 QE, 美元的流动紧张得到缓解, 金融资产纷纷止跌反弹。伴随海外疫情逐步得到控制, 中国和欧美经济的企稳, 大量利好经济政策出台及各国复工脚步逐渐加快, 工业金属价格都随需求恢复迎来反弹。截至 7 月 20 日, 以铜为代表的基本金属在近 4 个月的时间上涨幅度已经超过 50%。而金价也再度站上 1800 美元/盎司上方, 创出了 9 年的新高, 离 2011 年 9 月 1920 美元的历史高点仅一步之遥。而银价仅位于 20 美元/盎司一线, 距离 2011 年 4 月 49.5 美元/盎司的高点还有很大距离。在有色金属和贵金属均出现持续大幅的上涨的情况下, 白银的绝对价格仍处于低位, 银价存在补涨的客观需求。

从相对价格来看, 今年年初疫情的爆发推动金价大涨, 金银比价在今年快速上涨不断创历史新高, 最高上涨至 120 上方。虽然在 3 月 18 日之后金银比价出现快速回落至 80-90 的区间, 但仍然处于较高的水平。目前全球市场从疫情风险中逐步走出, 经济环比出现明显的改善, 市场的风险偏好抬升, 工业属性更强的银价有补涨的动力。

图表 1 COMEX 金银比价的变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

二、矿端供应受扰，今年矿银产量下滑

白银的供应分为矿产银为主，矿端的影响体现在伴生矿和银矿两个方面。其中，矿产银占比更大，以铜、铅、锌、金的伴生矿为主。受海外疫情反复的影响，今年一些铜铅锌等矿山出现关停或者减产的情况，伴生矿产白银的供给今年出现下滑。而近期全球第四大白银生产商泛美白银宣布其 2 座在秘鲁的银矿因发现病例而暂停运营，涉及银矿规模约占白银全球产量的 0.8%，矿端供应的扰动加大，也助推了近期银价的飙升。

需求端上，从工业属性来看，白银下游的应用以光伏、电力电池领域为主，未来清洁能源与光伏发展前景向好，市场寄望于工业需求复苏将有力拉动白银需求。这给予市场很大的想象空间。

图表 2 今年矿银产量下滑

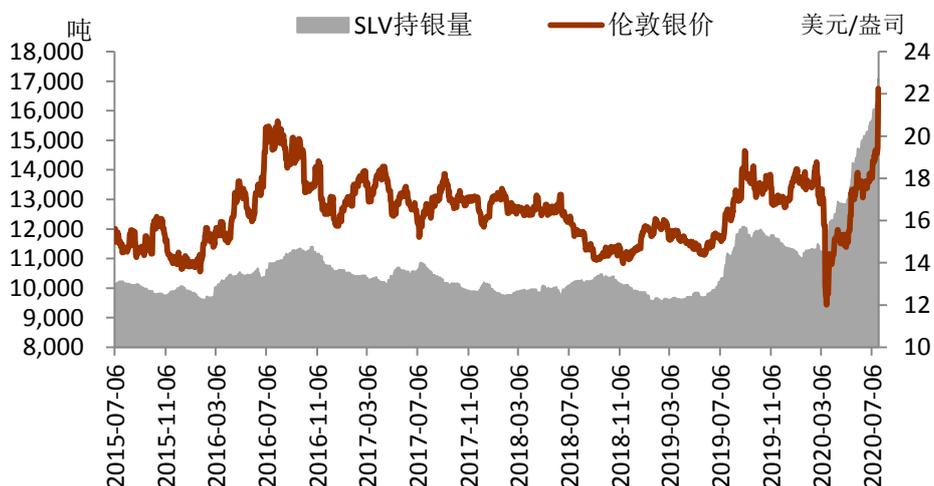


资料来源：Wind，铜冠金源期货

三、投资资金持续流入白银市场

今年在疫情冲击下金银价格大幅上涨，投资者对贵金属的投资热情持续高涨。白银 ETF 的投资需求从今年 1 月开始也持续快速增加。截至 7 月 22 日，全球白银 ETF 的持仓量超过 25000 吨，其中最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 15082 吨，比去年同期大幅增加 54%。可见，在整体市场避险市场对贵金属的投资需求非常旺盛。

图表 3 全球最大的白银 ETF-SLV 持仓量变化



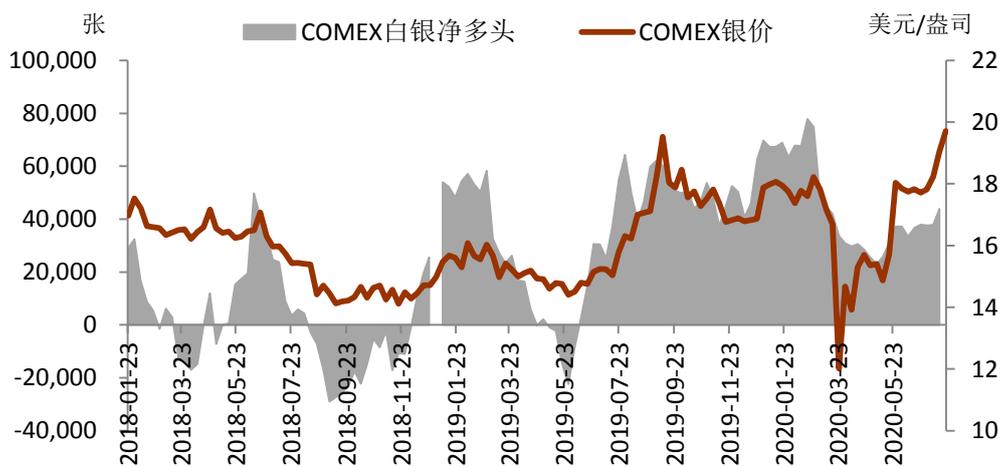
资料来源：Wind，铜冠金源期货

四、投机资金流向显示白银会有更大的上涨空间

投机资金的流向是助推行情的直接因素。从 CFTC 的统计数据来看，COMEX 黄金白银期货的非商业性净多单从去年下半年就持续增加，在今年 2 月中旬达到高点后开始减少，但白银的非商业性净多单下降持续时间更长，下降幅度也更大，比最高位减少了 70%。

COMEX 白银期货的净多头持仓的低点在 5 月 5 日，仅有 22915 张，之后才止跌为升，但增加非常有限。截至 2020 年 7 月 14 日的最新数据，COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 43869 张。虽然近期白银期货的非商业性净多单明显增加，但仍比 2 月 18 日的高位 7.87 万张减少近一半。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，显示后期白银价格的会有更大的弹性和上涨空间。

图表 4 CFTC 白银非商业性净多头近期明显增加



资料来源：Wind，铜冠金源期货

后市展望

在全球央行长期保持低利率水平，以及地缘政治风险增加的背景下，我们长期看好贵金属价格的走势，认为黄金价格长期来看会有更好的表现。中期来看，各国经济都出现明显改善，市场的风险偏好普遍抬升，白银仍具有继续上涨的潜力。但短期银价涨幅过大，已经不适合追多，谨防白银短线冲高回落风险。

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。