



此轮黄金的牛市还将持续多久？

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

主要观点

短期来看，金价大概率会继续调整。因为：1、近期美债收益率出现止跌回升的迹象；2、美元指数的非商业性净空单接近历史极值，短期美元指数可能反弹；3、黄金前期多单获利了结。

中长期来看，持续宽松的货币政策使得美元指数走弱，将支撑金价继续走强。

黄金牛市还将持续多久？从影响因素美元指数来看，美联储料至少直到明年年底都将维持政策利率在当前的低利率水平，那么此轮金价的上涨至少将持续到明年第四季度。

从价格运行的周期黄金价格的运行周期来看，上两轮金价的牛市都至少持续了10年时间。如果此轮金价的起点从2015年1045美元/盎司开始，那么金价此轮的牛市至少将运行到2025年。

我们坚定看好贵金属价格的中长期走势，但认为短期内金价可能进一步调整，中长期来看，金价的牛市还将持续相当长的时间。建议大家等待风险释放后再入场或是逢低做配置。

在 2109 年，我们多次表达了坚定看好贵金属中长期价格走势的观点。在今年的 3 月国际金价大幅回调至 1460 美元/盎司之际，出报告提示《贵金属迎来战略性做多良机》（策略报告 20200319），在 5 月的报告《白银：后起之秀犹可期》（专题报告 20200515）中，提示白银将会出现补涨行情，并在我们在 6 月份的线上会议中做了相关汇报，精准把判断了今年金银价格的上涨行情。贵金属价格在 8 月 11 日出现大幅回调后，近期金银价格再度走强，国际金价再度攀升至 2000 美元上方，我们日评中不断提示贵金属仍处于调整状态之中，提示短期不建议追多，8 月 19 日金银价格的大幅下挫再次验证了我们的判断。

在此，我们将对金银价格的短期和中长期走势作出更加详细的分析，并预判黄金牛市的运行时间，帮助大家更好的把握投资机会。

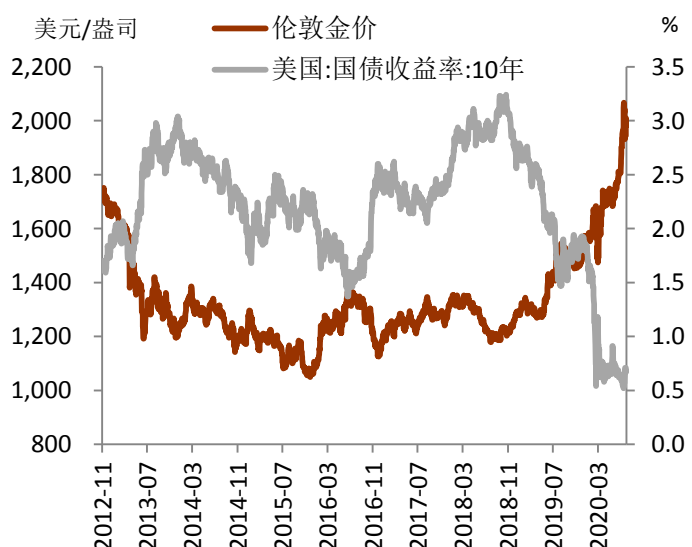
一、短期来看，金价大概率会继续调整

1、近期美债收益率出现止跌回升的迹象

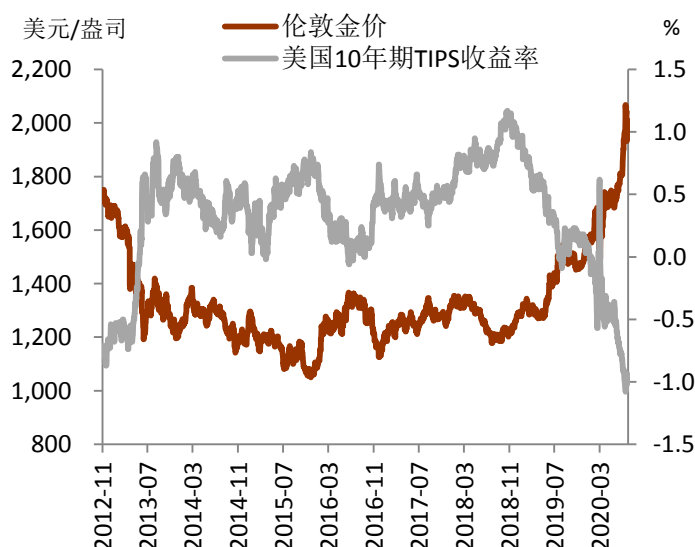
美债的实际收益率可以看做持有黄金的机会成本。美债走势取决于美国实际经济增长、通胀补偿和以“美国财政、全球配置以及避险需求”三因素主导的供求结构。美债的名义收益率和实际收益率的两者之差扩大也印证了通胀预期的不断抬升。

今年美债收益率一路走低，在疫情危机完全结束之前，美联储有很大的意愿将美债利率维持在低水平，以支撑美国财政的扩张。今年以来一直在走低的 10 年期美债利率从近期 0.55% 的低位反弹至 0.7 附近波动，美债实际收益率也从 -1.08% 的历史最低水略微反弹至 -1% 附近。美国新一轮财政刺激政策未能推出，美国 7 月就业数据改善，美国第二波疫情趋势回落叠加俄罗斯注册新冠疫苗，共同导致美国实际利率与名义利率底部回升，这驱动今年大幅上涨的贵金属盈利盘获利回吐。

图表 1 金价与 10 年期美债收益率走势变化



图表 2 金价与 10 年期 TIPS 收益率走势变化



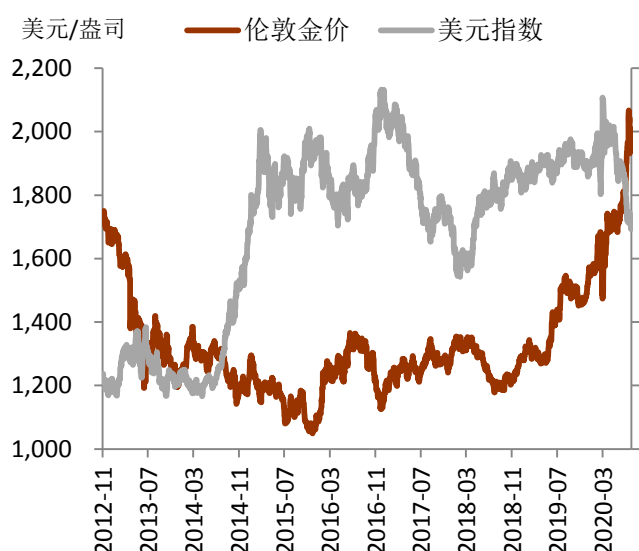
资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

2、美元指数的非商业性净空单接近历史极值，短期美元指数可能反弹

在昨晚美联储发布 7 月份的会议纪要之后，因为市场认为美联储对未来宽松承诺不及预期，美元从两年低点反弹，重回 93 上方。朗普政府的一名高级官员周三表示，可能会达成规模约为 5,000 亿美元的、规模较小的疫情救助议案，而不是之前预期的 1-3 万亿美元规模。这个消息也证实了接下来的财政刺激政策可能不及预期。

从 CFTC 的美元指数期货的持仓来看，也显示了美元指数有反弹的预期。今年第二季度开始的美元指数的持续下行，也伴随着美元指数期货净多头寸的快速下降。截止 8 月 11 日，CFTC 公布的美元指数期货的非商业性净空为 8182 张，处于历史低位，接近 2008 年金融危机时的最低位。净空单处于极值的美元指数期货仓位随时可能出现反转，这将助推美元指数出现反弹而压制金价走势。

图表 3 金价与美元指数负相关



图表 4 美元指数与美元指数净头寸变化



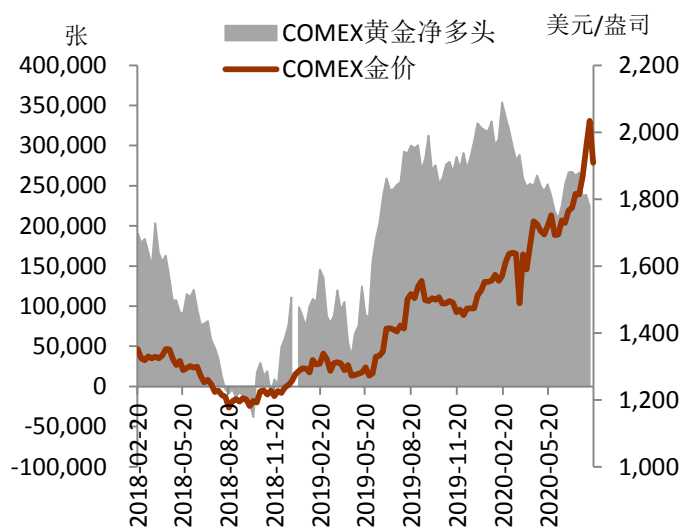
资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

3、黄金前期多单获利了结

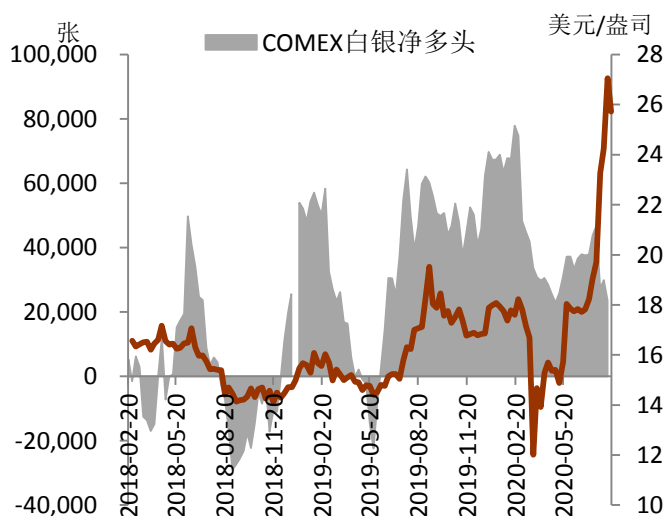
今年贵金属是所有大宗商品中表现最好的品种。今年年初至今，国际金价最高涨幅近 40%，银价至高点的更是大涨 67%。前期的多单积累了大量的利润，有获利了结的需求。其中，还有一部分是杠杆资金，对行情的走势会起到助涨助跌的作用。

从投机资金的流向来看，截止 8 月 11 日当周，黄金期货非商业净多头持仓已经连续 3 个周下降至 224053 张，其中多单占比已经从 90%以上下降到了 78%分位附近，但依然处于较高的水平。从短期交易来看，黄金上涨的动能有所下降。

图表 5 COMEX 黄金期货净多头变化



图表 6 COMEX 白银期货净多头变化



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

二、中长期来看，黄金在资产配置上的价值依然明显

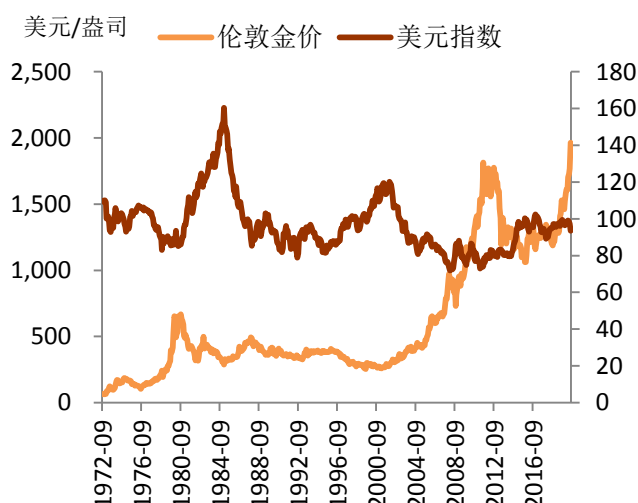
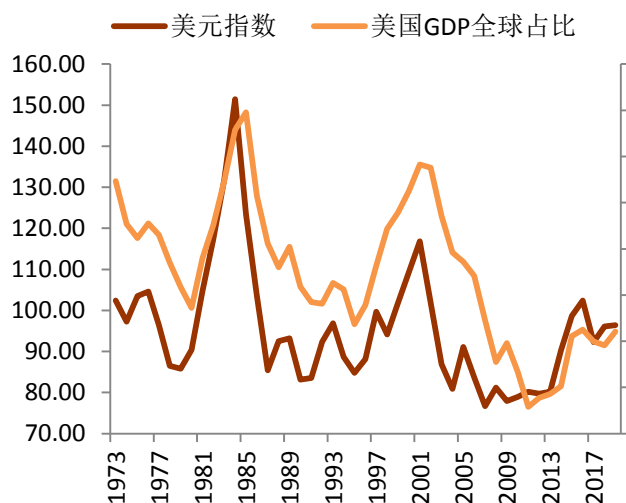
1、持续宽松的货币政策使得美元指数走弱，将支撑金价继续走强

黄金本质为美元信用体系对冲，美元指数作为美元信用体系直接外在表征与金价的存在明显的负相关。黄金现虽早已非货币化，但对金价的历史复盘可知：1970 年以来金价经历了两轮大牛市：1970 年-1980 年；1999 年-2011 年。第一轮牛市起点为美元与黄金脱钩（布雷顿森林体系解体），终点对应 20 世纪 80 年代美元货币体系进入稳定期；第二轮牛市起点对应着欧元的诞生，终点为美国经济复苏叠加欧债危机。第三轮牛市也对应着随着全球贸易形势恶化叠加疫情的冲击，美国经济衰退美元指数高位回落。综上所述，黄金牛市总是对应着货币体系的变迁，一旦美元为主的国际货币体系处于走弱期间，金价往往有靓丽的表现。

而美元指数与美国 GDP 的全球占比呈明显的正相关性。美国 GDP 的全球占比正处扭头下行的态势，当前美联储持续宽松货币政策，贸易摩擦和疫情冲击的双重压力下，美元指数中长期会持续走弱，这支撑金价中长期走势形，我们继续看好黄金后期的价格走势。

图表 5 COMEX 黄金期货净多头变化

图表 6 COMEX 白银期货净多头变化



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

2、黄金的牛市还将持续多久？

既然黄金的牛市还正在进行中，那么牛市还将持续多久呢？我们从其影响因素美元，及其价格运行的周期来做探讨。

因为黄金是对美元的信用的对冲，那么只有美联储继续宽松的货币政策，都将对美元指数形成压制。只有当美国经济数据真正出现好转，美联储退出量化宽松之时，才会使得美元止跌。而从美联储最新的 7 月会议纪要显示，疫情的反复使得美联储对经济前景的预期依然较为悲观，这可能导致美联储在更长的时间内坚持激进的刺激措施。特别是在美国今年 11 月总统大选临近，美联储料至少直到明年年底都将维持政策利率在当前的低利率水平。那么，我们可以预期，此轮金价的上涨至少将持续到明年第四季度。

而从价格运行的周期黄金价格的运行周期来看，上两轮金价的牛市都至少持续了 10 年时间。如果此轮金价的起点从 2015 年 1045 美元/盎司开始，那么此轮金价的牛市至少将运行到 2025 年。

我们坚定看好贵金属价格的中长期走势，但认为短期内金价可能进一步调整，中长期来看，金价的牛市还将持续相当长的时间。建议大家等待短期回调风险释放后再入场或是逢低做配置。

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。