

2020 年 12 月 3 日 星期四



避险情绪退潮

金银上涨空间有限

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

要点

- 近期在美国大选落地、疫苗进展顺利、及美国财政刺激计划会如期推进的乐观预期下,市场的风险偏好明显抬升,美元指数与贵金属价格一度同时下挫。明年美国经济重启和增长向好值得期待,但超宽松货币政策还将维持。从经济基本面来看,“美强欧弱”的局面将持续,预计美元指数的弱势难以持续。由于目前仍处于通胀早期以及避险资金退潮的影响,推动金银价格大涨的动力不足,我们认为贵金属仍处于阶段性调整格局之中。
- 预计近一个月国际金价的主要波动区间将在1750-1900美元/盎司之间,波动率更大的白银价格的波动区间在21-25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:全球疫情控制不及预期;美国财政刺激政策不及预期

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、 美国大选落地，将维持财政货币双宽松格局	5
2、 全球制造业整体向好，但分化明显	5
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
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	7
图表 8 全球主要经济体经济意外指数	7
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	9
图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化	9
图表 20 COMEX 黄金库存变化	10
图表 21 COMEX 白银库存变化	10
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	12
图表 28 CFTC 白银净多头持仓变化	12

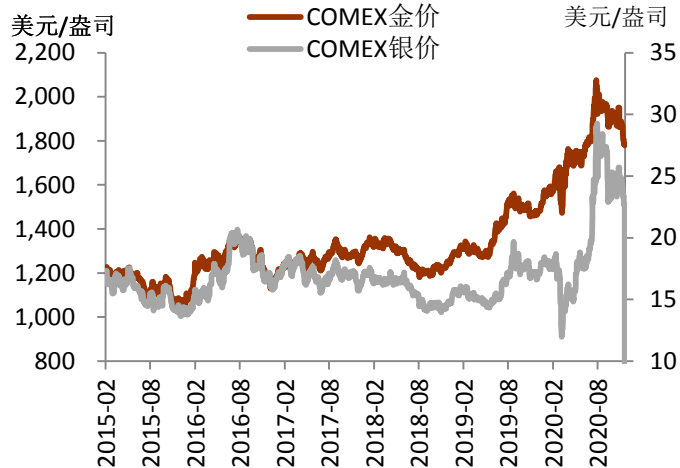
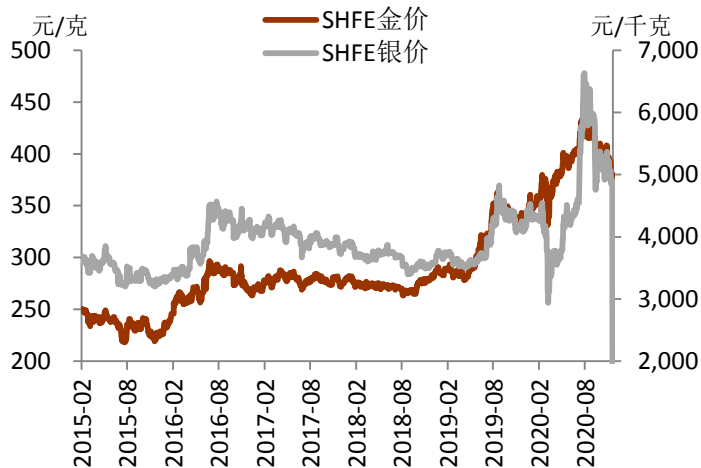
一、贵金属行情回顾

11 月贵金属价格呈冲高回落走势。11 月初因美国持续悬而未决，大选结果的不确定性提振避险需求，贵金属价格剧烈波动，COMEX 期金主力合约一度冲高至 1996 美元/盎司一线。从 11 月 9 日开始，各大药企纷纷宣布疫苗获得重大进展，再加上美国大选结果尘埃落定，市场的风险偏好明显抬升，美股继续走高，贵金属价格持续回调，COMEX 期金主力合约在 11 月底下挫至 1767 美元/盎司。截至 11 月 30 日，COMEX 期金主力合约报收于 1779.9 美元，月度跌幅为 5.32%，已连跌四个月；COMEX 白银期货主力合约报收于 2.72 美元/盎司，月度跌幅 4.2%。进入 12 月，市场对美国财政刺激顺利落地的预期增强，美元指数下挫提振贵金属价格反弹。

人民币兑美元汇率在 11 月继续升值，最低跌至 6.5 一线。虽然在 11 月下半个月升值之势有所缓解，但近期国内贵金属价格的整体走势依然弱于外盘。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

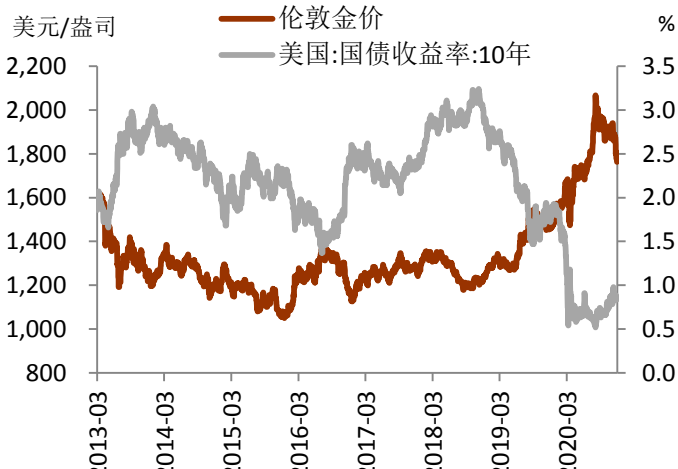
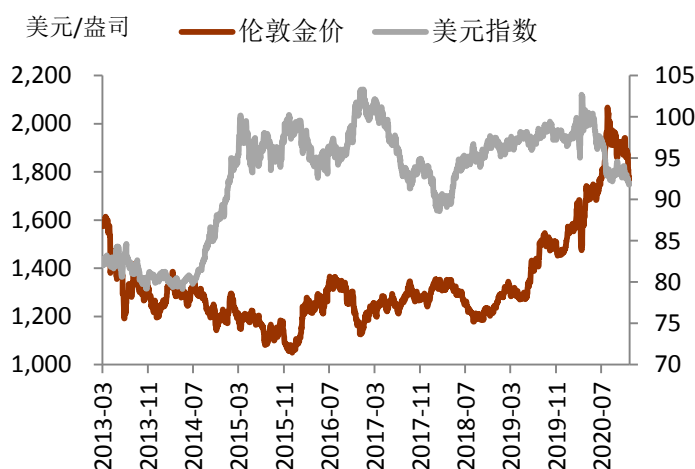
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势



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

进入 11 月，美国大选尘埃落定，再加上疫苗进展顺利，市场的风险偏好明显抬升。美股、基本金属表现强劲，前期避险资金的流出使得美元指数与贵金属价格同步下行。

1、美国大选落地，将维持财政货币双宽松格局

美国三季度实际 GDP 修正为增长 33.1%，与初值持平。美国第三波疫情屡创新高，且新一轮财政刺激政策迟迟无法推出，导致就业市场开始受到冲击。最新公布的美国上周首申失业救济金 77.8 万人，为 7 月份以来首次出现两周连降。美国 11 月 ADP 就业人数 30.7 万人，低于预期和前值。“小非农”ADP 数据表现远低于预期，突显出周五非农就业数据面临的一些下行风险。第三波疫情对就业市场的负面影响正在逐步显现。美国 10 月个人支出连增六个月，但收入超预期减少，储蓄率持续下降。美国 10 月耐用品订单月率 1.3%，连续第 6 个月反弹，增幅超预期，但增长势头正在放缓。当前耐用品订单势头放缓对劳动力市场复苏并不利。美国通胀连续两个月走弱，10 月核心 PCE 同比上涨 1.4%，符合预期，前值上修至 1.6%。前一轮财政刺激的退出引发需求端的下滑，通胀随之下行。如果明年 1 月能达成新一轮财政刺激，则通胀将有小幅上行，但总体而言美国明年通胀压力不大。

虽然美国大选落地，且疫苗的利好消息引发市场风险偏好不断抬升，但美联储主要官员对此表态都较为冷静，对货币政策的表态仍偏向宽松。美联储 11 月会议纪要显示：当前的资产购买速度有助于保持财务状况的宽松，但若情况发生变化，将允许调整购债计划；如有必要，可能提高购买速度或延长所购买债券的到期时间；FOMC 应尽快推行基于量化结果的指引，将购债行动与经济环境挂钩；重大财政支持的可能性降低，增加了前景的不确定性。

目前美国对于耶伦担任新一任财政部长的呼声甚高。耶伦一直对货币政策持鸽派态度，并主张增加财政刺激。回顾耶伦担任美联储主席时的行动，其将美国加息的进程大幅放缓，明确支持宽松的货币政策。而今年一系列讲话中，耶伦明显支持更加大规模的财政刺激计划，对政府债务并不担忧。若耶伦能够如期担任财政部长，则美国未来财政刺激规模应会加码，而新的基建刺激计划也值得期待。

2、全球制造业整体向好，但分化明显

在全球疫情持续反弹背景下，全球主要经济体制造业整体依然向好，但恢复态势不一致。美国扩张速度放缓，美国 11 月 ISM 制造业 PMI 录得 57.5，连续 6 个月扩张，但不及预期并大幅低于前值，多个分项指标环比下降，其中生产、新订单和就业三大关键指标出现较大回落，尤其是就业指数从 53.2 降至 48.4，重新陷入萎缩区间。不过，新出口订单指数从 55.7 升至 57.8，创 2018 年 3 月以来最高，在连续 4 个月萎缩后连续第 5 个月扩张，表

明海外需求复苏持续。

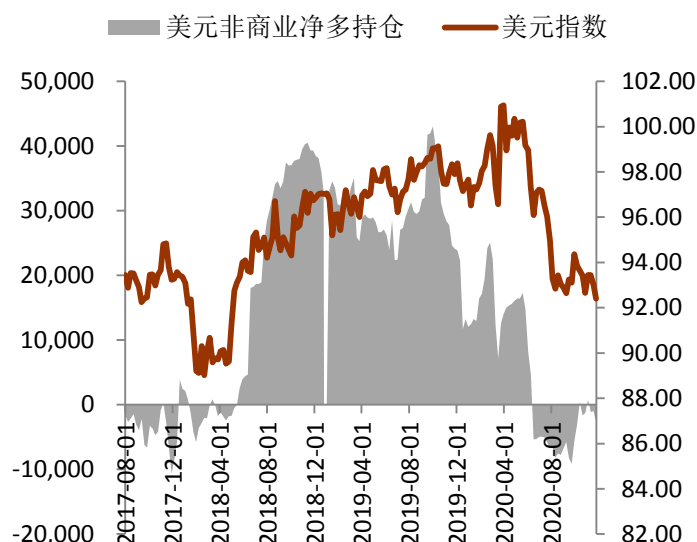
欧洲多国制造业分化加剧。欧元区 11 月制造业 PMI 初值为 53.6，略低于前值但高于预期。11 月份制造业产出增长放缓至自 7 月份开始复苏以来的最低水平。11 月份制造业的下降主要归因于订单数量增长的明显放缓。制造业新订单增长速度是过去五个月以来的最低。尽管制造业的工作流失率有所缓解但整个欧元区的就业率依旧连续第九个月下降，所以制造业的积压订单不断增加。由于需求增加和关键原材料的短缺，投入成本的增加达到自 2019 年 5 月以来的最大涨幅。德国和法国制造业 PMI 扩张放缓。德国 11 月制造业 PMI 初值为 57.9，低于前值，但高于预期，受疫情的影响，企业对未来的情况依旧悲观。法国制造业 11 月初值为 49.1，低于前值和预期，创 6 个月以来新低。因为防疫而面临着更严格限制措施，法国 11 月份的商业活动急剧萎缩。英国 11 月制造业继续回暖，增长主要与停产复产量的持续复苏有关。

中国制造业 PMI 连续 9 个月扩张、日本跌幅继续收窄、韩国连续 2 个月扩张、东盟重回荣枯线。整体来看，10 月以来的疫情反弹对全球制造业整体影响有限，一方面彰显出制造业本身存在一定的抗压性，另一方面也表明主要经济体兼顾疫情防控和经济恢复的能力正在进一步提升。但目前全球部分地区疫情反弹仍然严重，在疫苗尚未普及前，疫情再度大面积爆发的可能性依然存在，制造业能否持续复苏仍有待观察。

图表 5 金价与 VIX 指数的变化

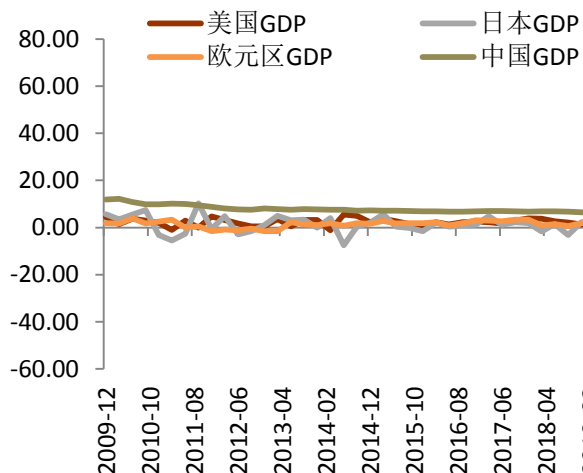


图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化

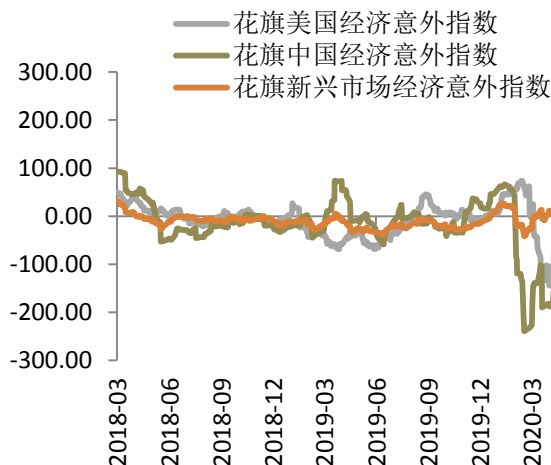


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 主要经济体 GDP 增速变化

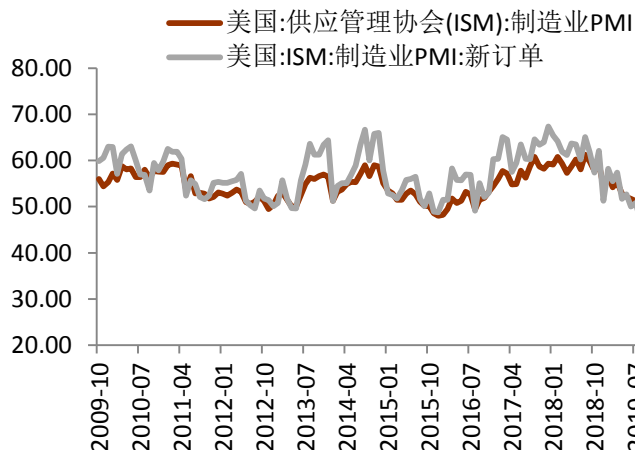


图表 8 全球主要经济体经济意外指数

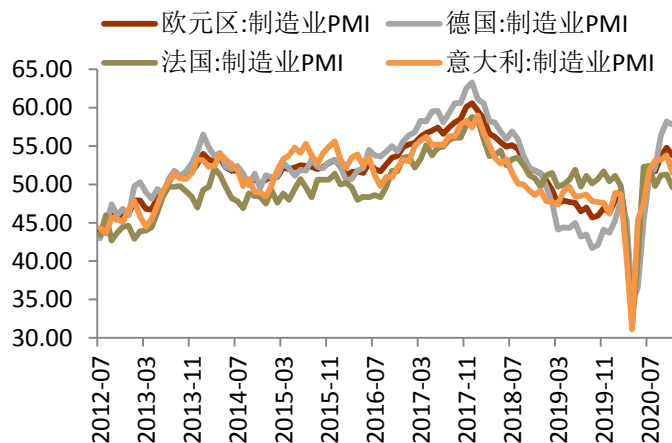


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

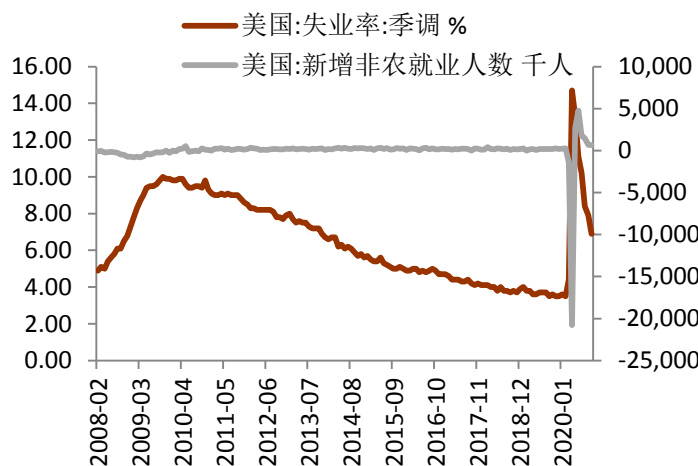


图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化

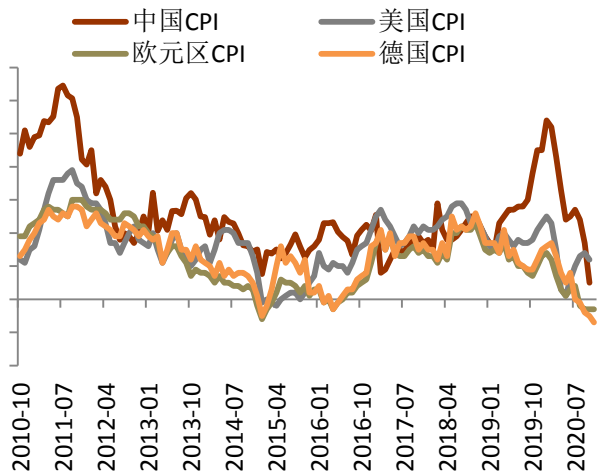


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 11 美国就业情况变化



图表 12 主要经济体 CPI 变化



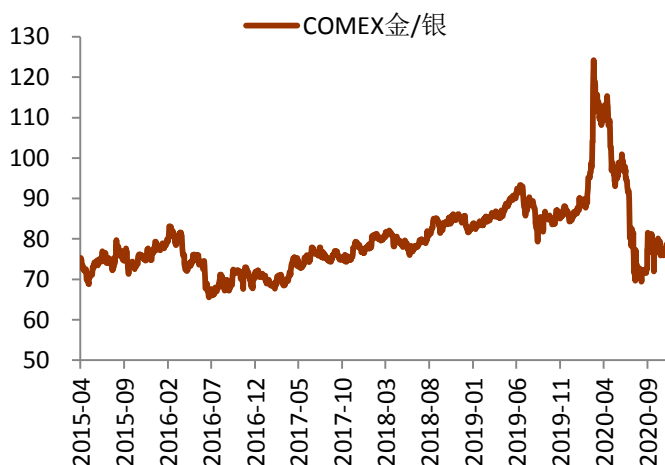
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

1、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 金银比价在 8 月底最低回落至 69 一线。而后金银比价一直在 70-80 之间运行，目前处于 78 一线。11 月基本金属价格普遍上涨，而白银和黄金都受避险需求减弱的影响而下挫，近期商品属性更强的白银价格才开始反弹而走势强于黄金。我们认为短期白银价格走势将持续强于黄金，金银比价会继续回调。

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

2、黄金原油比价变化

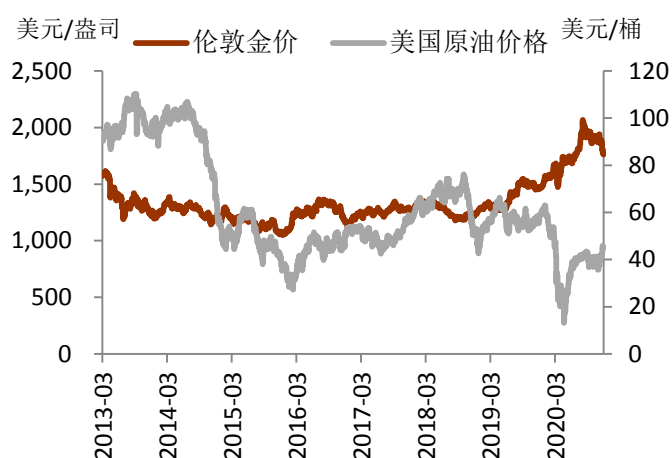
原油价格在 11 月低位反弹，因疫苗进展顺利经济复苏预期增强，叠加节假日到来，原油需求增加，推动美原油价格从 33.6 美元/桶的低位 46.3 美元/桶。而对应的黄金价格延续弱势运行，黄金/原油比价从 11 月初的 53 持续回落至 40 一线。随着 OPEC+会议结果推出的推迟，市场对于供应端能否出现此前预期的延长减产三个月出现担忧，带动近期油价偏弱运行。

目前原油市场的主要影响因素：一是 OPEC+能否达成减产至关重要。从目前部分国家已经给出的表态来看，阿联酋、哈萨克斯坦、阿尔及利亚等产量相对较小的国家纷纷表态反对延长减产，OPEC+内部分歧相对较大。如果符合之前预期，即减产延长至 2021 年一季度，市场信心将受到支撑。二是全球疫情防控情况、疫苗的推进速度。欧美疫情二次爆发

对经济的冲击仍然在发酵，短期原油需求依然处于下滑的阶段。如果疫苗在 12 月能顺利推进，市场可能需要重新预估明年原油市场的供需平衡情况。

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

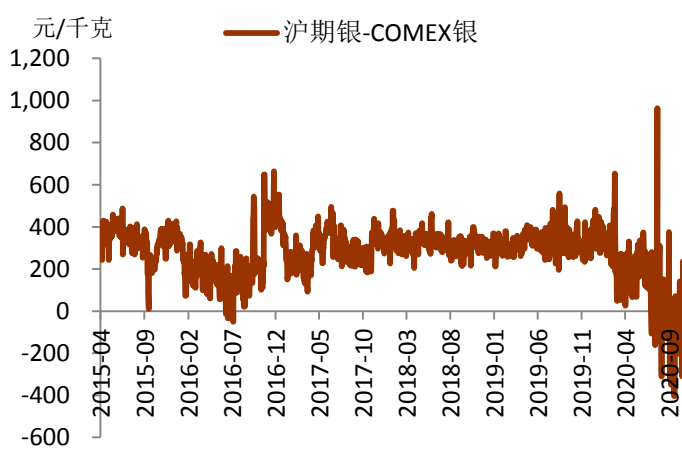
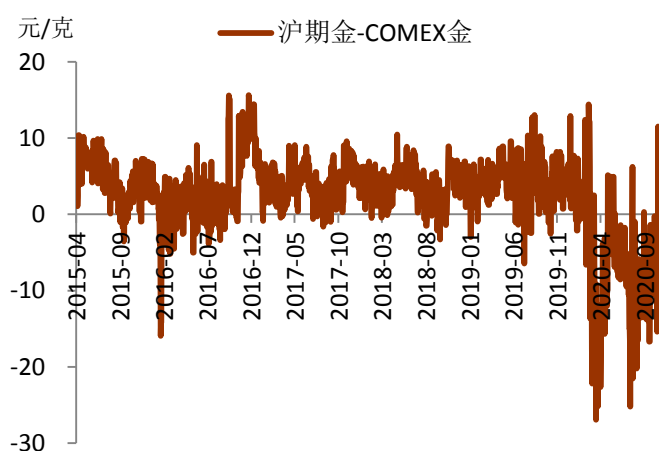
3、期现及跨期价差变化

从 5 月底开始，人民币兑美元汇率持续升值，离岸人民币兑美元汇率在 11 月 18 日最低到达 6.5272，短短几个月内的升值幅度超过 9%，之后开始止跌震荡。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。近期人民币单边升值的趋势暂缓，说明的政策调整已经有效减弱了市场对后期人民币升值的预期。

对汇率最为敏感的贵金属内外盘价差也逐步得到修复。黄金白银的内外盘价差已经扭转了前几个月出现的国内期货价格对 COMEX 期货价格持续贴水的模式，已经恢复到 0，甚至小幅升水的状态。但中长期来看，由于中国疫情控制良好、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

敬请参阅最后一页免责声明

4、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（合计约增加870吨）。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，并在10月22日达到3781.6万盎司，而后开始小幅下降。截至11月30日，COMEX黄金期货的库存已经达到3736.6万盎司，比历史高点已经减少45万盎司，比上个月的库存小幅减少0.4%。

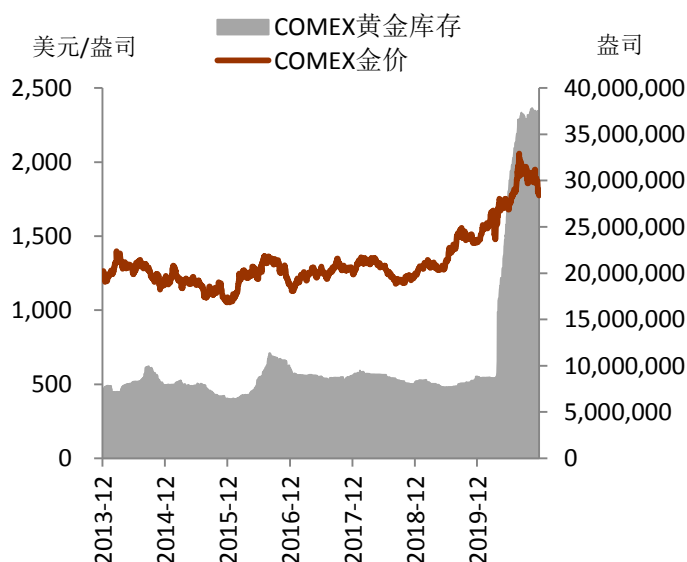
COMEX白银期货的库存在2020年6月之前变化都较为平稳，从6月份开始明显增加，特别是在9月份大幅增加3000万盎司。目前有3.88亿盎司，比上月增加1.64%，比去年同期增加23.58%。11月份，上海黄金交易所的白银库存自9月初5280吨的历史高点继续减少，目前已降至4553吨下方，而上海期货交易所的库存小幅增加，目前有2446吨。目前国内两大交易所的白银库存下降至7000吨。

图表19 COMEX贵金属库存变化

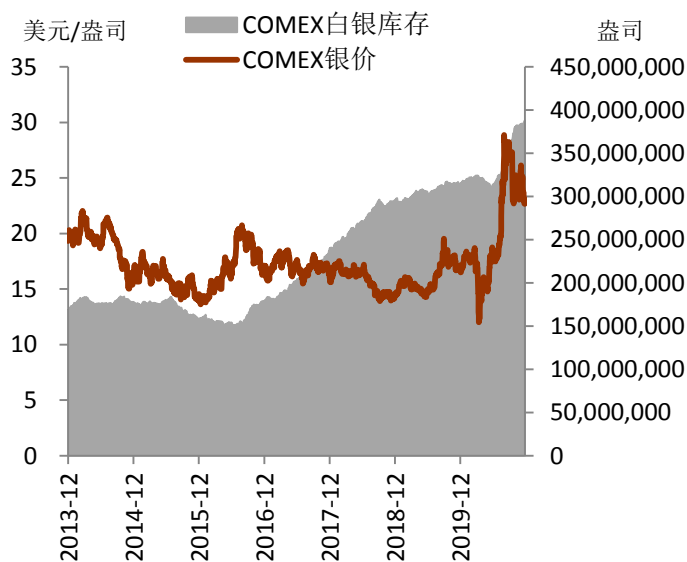
	2019/12/2	2020/10/30	2020/11/30	较上月 增减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	8828027	37518130	37366660.59	-151469	-0.40%	28538634	323.27%
白银(千盎司)	314008	381803.1	388052	6249	1.64%	74044	23.58%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表20 COMEX黄金库存变化

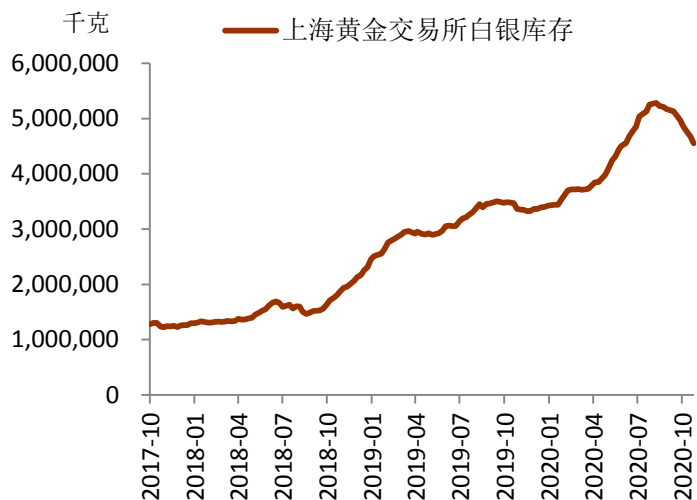


图表21 COMEX白银库存变化

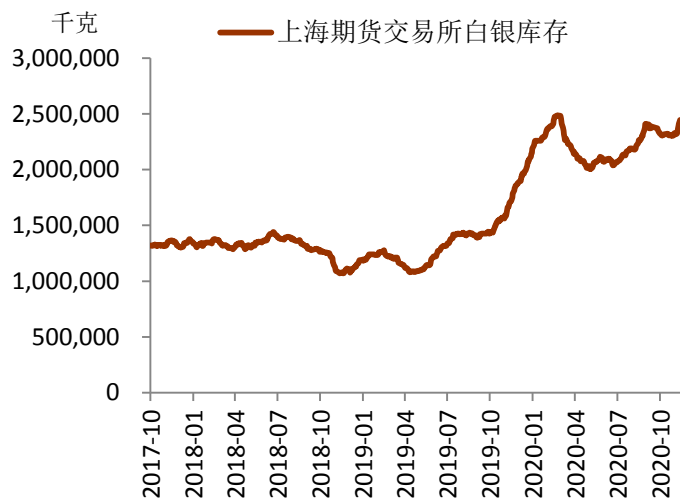


资料来源：Wind、铜冠金源期货

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

5、金银 ETF 持仓分析

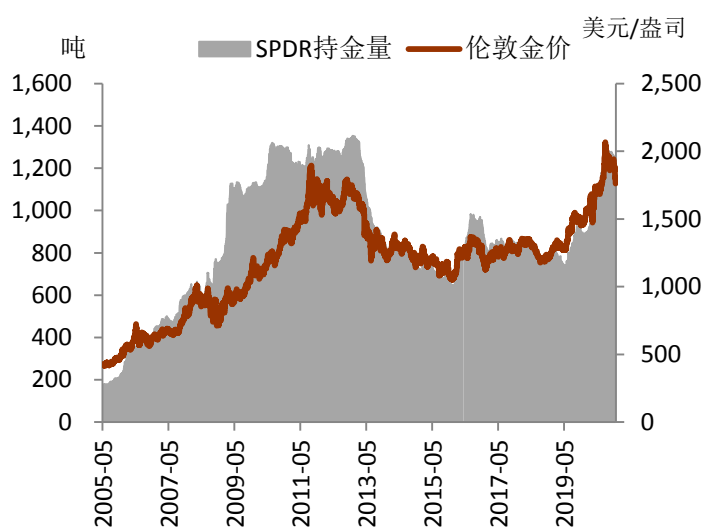
近四个月贵金属价格都处于调整格局。进入 10 月后，投资者对黄金的投资热情有所下降。截至 11 月 30 日，全球最大的黄金 ETF - SPDR Gold Trust 持金量为 1195 吨，已经连续两个月下降。白银 ETF 的投资需求从今年 1 月开始也持续快速增加，但进入 10 月份后也开始减少。截至 11 月 30 日，全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 16830 吨，比上个月减少 0.293%。虽然短期贵金属 ETF 的持仓量有所下降，但黄金白银 ETF 的持仓比去年同期均大幅增加。

图表 24 贵金属 ETF 持仓变化

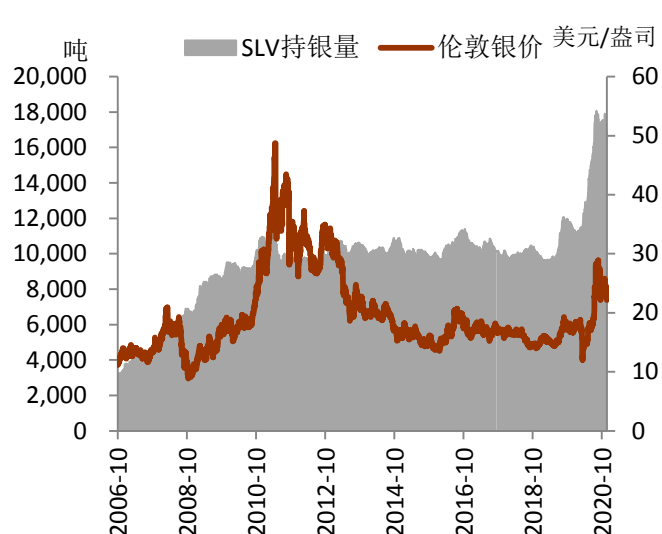
单位：吨	2019/12/2	2020/10/30	2020/11/30	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2558.97	3447.55	3348.88	-99	-2.86%	790	30.87%
SPDR 黄金持仓	891.79	1258.25	1194.78	-63	-5.04%	303	33.98%
ETF 白银总持仓	19088.55	27542.67	27105.31	-437	-1.59%	8017	42.00%
ishares 白银持仓	11715.08	17440.62	16929.98	-511	-2.93%	5215	44.51%

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

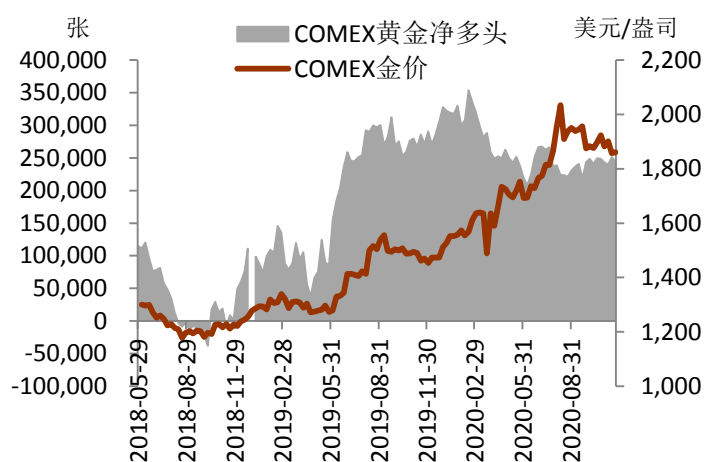


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

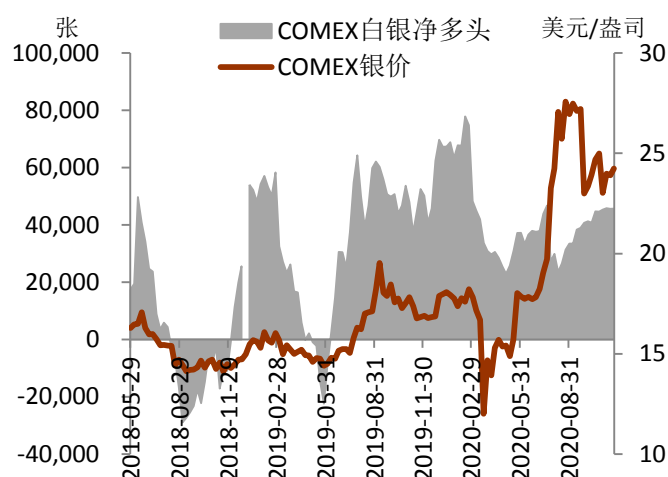
6、CFTC 持仓变化

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,近期变化不大,但距离前期的高点仍有很大的空间。根据 CFTC 截至 2020 年 11 月 24 日的最新数据,COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 243902 张,近三个月变化不大;而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 45680 张,已经连续四个月小幅增加,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：

近期在美国大选落地、疫苗进展顺利、及美国财政刺激计划会如期推进的乐观预期下，市场的风险偏好明显抬升，美元指数与贵金属价格一度同时下挫。明年美国经济重启和增长向好值得期待，但超宽松货币政策还将维持。从经济基本面来看，“美强欧弱”的局面将持续，预计美元指数的弱势难以持续。由于目前仍处于通胀早期以及避险资金退潮的影响，推动金银价格大涨的动力不足，我们认为贵金属仍处于阶段性调整格局之中。

预计近一个月国际金价的主要波动区间将在 1750-1900 美元/盎司之间，波动率更大的白银价格的波动区间在 21-25 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：全球疫情控制不及预期；美国财政刺激政策不及预期

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。