

利多因素尽显，高位谨慎操作

——黄金7月月度策略报告

2020-07-01

宏观策略组

研究员：

刘洋洋

从业资格证号：F3023134

投资咨询证号：Z0015411

电话：021-68757223

邮箱：liuyyy@qh168.com.cn

联系人：

陈炳宜

从业资格证号：F3055994

电话：021-68757223

邮箱：chenby@qh168.com.cn

刘晨业

从业资格证号：F3064051

电话：021-68757223

邮箱：liucy@qh168.com.cn

相关研究报告

◎投资要点：

◆**避险情绪升温，金价仍处上行通道。**6月中下旬美国疫情发生反弹，然而特朗普政府并不打算再次封锁经济，再次证明了此次公共卫生事件最终解决之能靠疫苗的研制。而疫苗最快问世或在2021年，前景宜保持乐观但谨慎的态度，在此期间公共卫生事件可能持续发酵。此外，国际形势错综复杂也让市场对未来的经济形势充满担忧。从驱动事件来看，“乱世买黄金”的逻辑依然成立。

◆**美国经济持续承压，货币政策或进一步宽松。**经济数据显示美国或已走过最低谷的时光，但在海外疫情笼罩下的美国经济反弹受限，美联储与财政部不得不全力以赴支持美国经济增长，低利率环境下黄金支撑较强，在扩张财政政策与宽松货币政策的协同下通胀预期有望稳步增强，实际利率或进一步下降利好黄金。

◆**黄金需求强劲，支撑价格上涨。**在需求方面，央行持续增配黄金抛售美债，同时大量资金涌入黄金ETF，总的来说这两部分需求增长强劲。

◆**结论：**我们认为中期沪金12合约或继续对420元/克发起冲击，沪金12合约或在395-420区间运行。白银支撑较好且仍有补涨机遇，中期价格或在4250-4500间运行。

◆**操作建议：**单边：沪金12在395-420间逢低买入，沪银12在4250-4500间逢低买入。套利可考虑逢高空金银比。

◆**风险因素：**美国经济超预期复苏、美联储货币政策转向，疫苗研发进展加速，美股出现类似3月崩盘引发美元流动性问题。

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

正文目录

1. 策略概述.....	3
2. 主要逻辑.....	3
2.1. 避险情绪升温，金价仍处上行通道.....	3
2.1.1. 美国疫情出现反弹，VIX 波动率指数回升.....	3
2.1.2. 疫苗最快或于年底问世，前景乐观但谨慎.....	4
2.1.3. 国际形势错综复杂，仍需持续关注.....	4
2.2. 美国经济持续承压，货币政策或进一步宽送.....	5
2.2.1. 美国经济承压，复苏道路漫长.....	5
2.2.2. 宽松货币政策延续，实际利率或进一步走低.....	7
2.3. 黄金需求强劲，支撑价格上涨.....	8
2.3.1. 央行持续购金抛债.....	8
2.3.2. 大量资金涌入黄金 ETF.....	9
2.4. 黄金多头逐步发力.....	9
2.4.1. 黄金持仓变化.....	10
2.4.2. 白银持仓变化.....	10
2.4.3. 金银比.....	10
2.5. 内外异常价差仍存.....	错误！未定义书签。
3. 结论及操作建议.....	11

图表目录

图 1 AU2012 走势.....	3
图 2 美国新冠肺炎当日新增确诊病例.....	4
图 3 标普 500 指数与 VIX 波动率指数.....	4
图 4 美国周度失业数据.....	5
图 5 美国失业率.....	5
图 6 美国零售销售.....	6
图 7 美国密歇根大学消费者信心指数.....	6
图 8 美国耐用品新增订单.....	6
图 9 美国中小企业乐观指数：资本支出.....	6
图 10 美国 CPI.....	7
图 11 美国 PCE 物价指数.....	7
图 12 美联储资产变化 6 月 17 日较 6 月 10 日.....	8
图 13 美联储资产变化 6 月 24 日较 6 月 17 日.....	8
图 14 美联储持有中长期美债变化.....	8
图 15 10 年期美国国债收益率.....	8
图 16 黄金储备.....	9
图 17 外国政府持有长期美债变化.....	9
图 18 SPDR 黄金 ETF 持仓.....	9
图 19 CFTC 黄金持仓变化.....	10
图 20 CFTC 白银持仓变化.....	10
图 21 金银比.....	11

1.策略概述

6月前美国疫情逐步好转，美联储QE规模逐步下降，市场担忧美联储是否会提早退出量化宽松，导致金价在6月初有所回落，但在美联储议息会议极度鸽派的论调与美国疫情出现反弹的支撑下，金价重拾涨势。在美国经济依然受疫情困扰持续承压的背景下，美联储或继续扩大量化宽松的规模，金价依然有望冲高。

图1 AU2012 走势



资料来源：Wind，东海期货研究所整理

2.主要逻辑

2.1.避险情绪升温，金价仍处上行通道

6月中下旬美国疫情发生反弹，各州重启经济的节奏放缓。然而特朗普政府并不打算再次封锁经济，再次证明了此次公共卫生事件的最终解决办法仍是疫苗的研制。而疫苗最快问世或在2021年，且前景宜保持乐观但谨慎的态度，在此期间卫生事件可能持续发酵。此外，国际形势错综复杂也让市场对未来的经济形势充满担忧。从驱动事件来看，“乱世买黄金”的逻辑依然成立。

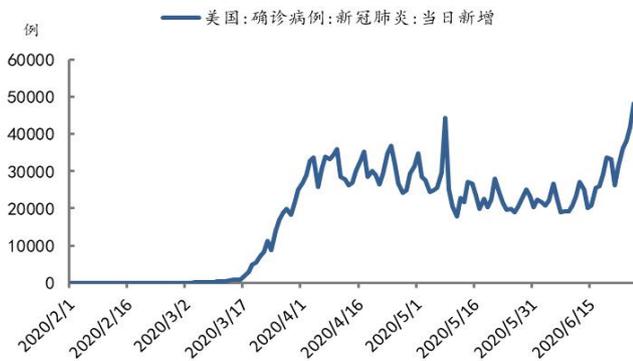
2.1.1.美国疫情出现反弹，VIX波动率指数回升

由于美国在疫情未受到完全控制的情况下选择“重启经济”，叠加美国国内反种族歧视游行的爆发，6月中下旬美国新冠肺炎新增确诊病例出现反弹之势。5月时单日新增病例一度控制在2万例以下，6月底却出现单日新增病例近5万例的增长。美国已有多州暂停进一步“经济重启计划”，选择保持目前开放水平。然而有专家表示，在当前的开放程度下，病毒传播难以受控，若想看到新增病例确实下降或需更长时间更大范围封锁。

而美国总统特朗普与副总统彭斯的态度却相当坚决，他们对再度封锁美国经济持否定态度。特朗普与彭斯将新增病例增长归因于更大力度的核酸检测，而非游行导致的传播失控。美国一季度实际GDP环比折年率-5%，二季度经济增长受制于封锁难有改善，当前若

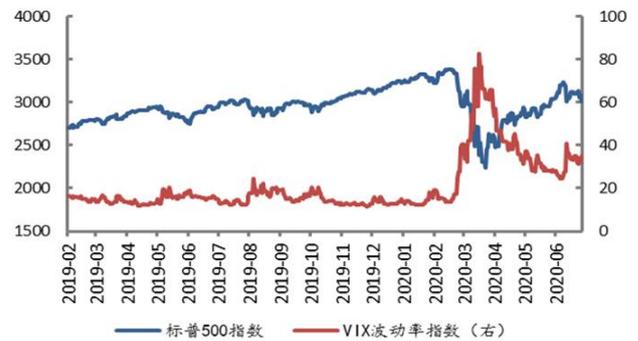
再度选择封锁将使美国经济受到更大的伤害。美国下半年总统大选，若继续封锁经济导致就业情况进一步恶化，特朗普将面临选票的流失，但美国经济若有所恢复将成为其鼓吹的资本，故我们认为美国政府仍将鼓励经济进一步开放，这样的做法必然导致疫情的反复，疫情传播受控只能寄托于疫苗问世。

图2 美国新冠肺炎当日新增确诊病例



资料来源：Wind，东海期货研究所整理

图3 标普500指数与VIX波动率指数



资料来源：Wind，东海期货研究所整理

2.1.2. 疫苗最快或于年底问世，前景乐观但谨慎

全球科研人员正在研制至少 142 种新冠病毒疫苗，其中 13 种候选疫苗正在接受临床评估，129 种处于临床前研究阶段。通常疫苗的研发需要 10 年左右时间，而当下各国加急流程，各界普遍认为本次新冠肺炎疫苗研发耗时将在 1 年至 18 个月内，即在 2021 年上半年将有所成效。

美国国家过敏症和传染病研究所所长福奇表示，会在确定疫苗是否有效前就开始大规模生产，也就是说会争取几个月时间，而不是等待观察疫苗是否起效。若一切顺利，希望在今年深秋或初冬前获得有效性信号。假设有了安全有效的疫苗，12 月就有可能获得一定规模的产品。另一方面他也表示，新冠疫苗可能在今年年底或 2021 年年初准备就绪，但他对此持“乐观但谨慎”的态度。

由于当前市场对疫苗的前景都较为乐观，需要警惕这样过于乐观的预期落空，从而导致整个市场出现大幅波动的情况。

2.1.3. 国际形势错综复杂，仍需持续关注

6 月美国与多国间发生摩擦，对中国方面，美方将教育问题“政治化”，限制部分赴美留学生和访美学者的签证。同时美方以损害香港自治为由限制相关涉港人员签证。中方强硬回应，并限制在涉港问题上表现恶劣的人员签证。

对欧盟方面，美国因与欧盟纠缠不清的航空补贴纠纷对价值 31 亿美元输美商品加征关税，欧盟反制对上百亿美国商品加征关税。同时欧盟自 4 月实行禁令后，首次开放 14 国旅客入境，但其中不包含美国。

对朝鲜方面，美国宣布针对“朝鲜（威胁）”的国家紧急状态“延长一年”，保持对朝鲜的制裁。朝鲜方面也发布万字长文喊话美国收回敌对政策，并表示在各种针对下难保不爆发战争。美国当前已将3艘航母部署在朝鲜半岛周边，是在2017年朝鲜发射洲际弹道导弹后首次。韩媒分析这是美军向朝鲜发出警告信号。

2.2. 美国经济持续承压，货币政策或进一步宽松

经济数据显示美国或已走过最低谷的时光，但在海外疫情笼罩下的美国经济反弹受限，美联储与财政部不得不全力以赴支持美国经济增长，低利率环境下黄金支撑较强，在扩张财政政策与宽松货币政策的协同下通胀预期有望稳步增强，实际利率或进一步下降利好黄金。

2.2.1. 美国经济承压，复苏道路漫长

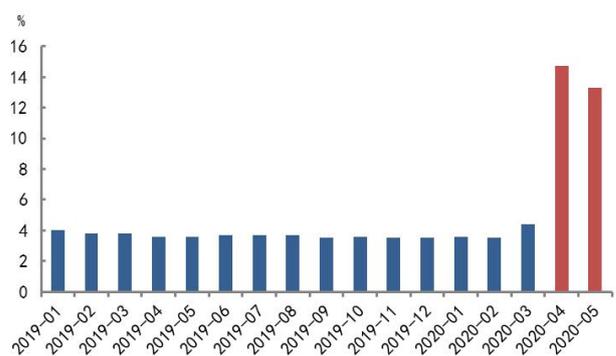
6月公布的一系列美国经济数据显示美国经济较4月的至暗时刻有所改善，但就业市场的健康程度堪忧。当前美国仍有接近2000万人处于失业状态。官方表示5月非农数据与失业率统计有误，真实失业率或在18%左右。由于疫情的反复，就业市场的恢复进度缓慢，动摇了美国经济增长的根基。

图4 美国周度失业数据



资料来源：Wind，东海期货研究所

图5 美国失业率



资料来源：Wind，东海期货研究所

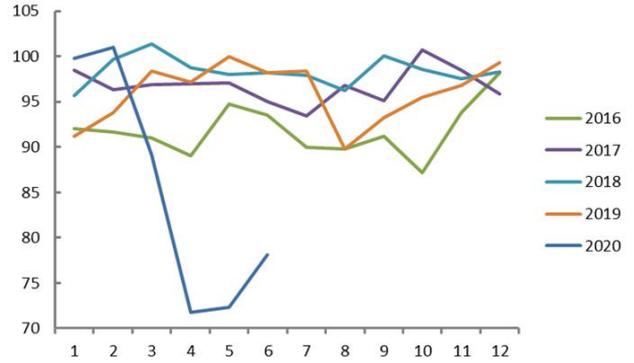
零售销售方面，5月零售销售环比增长接近20%，创出月最大增幅，但仍得益于前期较低的基数，同比下滑仍接近10%。同时6月消费者信心指数稍有回暖，但较过去5年仍处在绝对低点。

图6 美国零售销售



资料来源：Wind，东海期货研究所整理

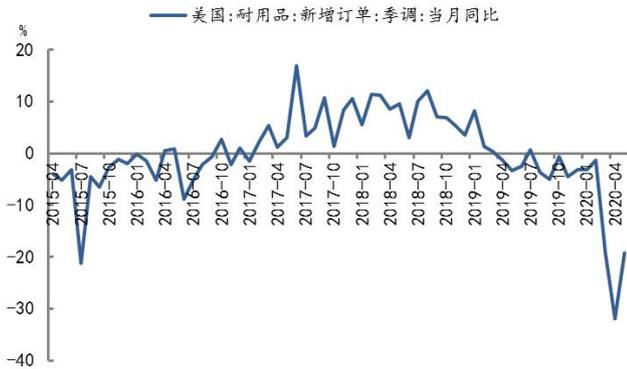
图7 美国密歇根大学消费者信心指数



资料来源：Wind，东海期货研究所整理

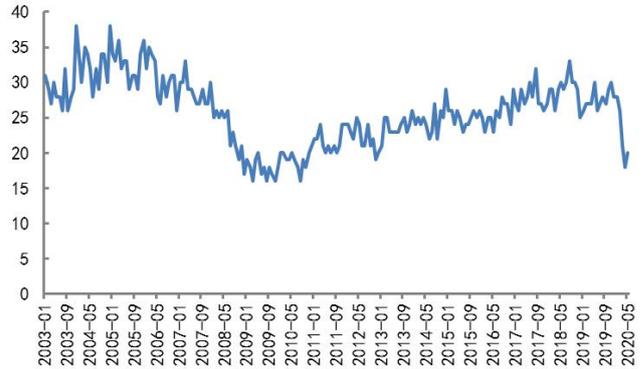
5月新增耐用品订单数环比同样有所回暖，但同比跌幅达20%，美国中小企业乐观指数的资本支出一项也为近10年来最低。在个人消费者消费能力与消费意愿不强的背景下，企业投资意愿也非常弱，而企业投资可看作是美国经济增长的一项领先性指标，暗示美国经济增长压力仍大。

图8 美国耐用品新增订单



资料来源：Wind，东海期货研究所整理

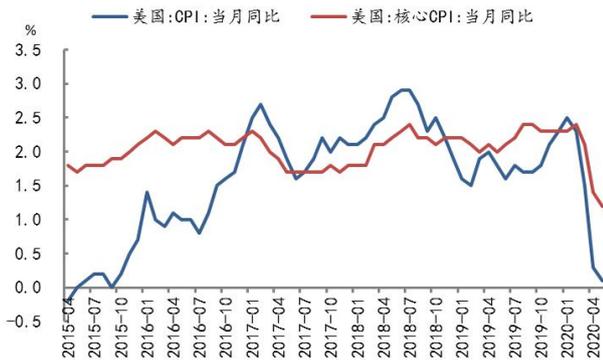
图9 美国中小企业乐观指数：资本支出



资料来源：Wind，东海期货研究所整理

个人消费与企业投资的双弱显示了当前美国国内需求严重不足，从物价指标来看，5月CPI同比增长0.1%，核心CPI同比增长1.2%。在美联储更关心的PCE指标上，5月PCE同比增长0.55%，核心PCE同比增长1.02%。核心物价增长与美联储设立的2%目标相距甚远，表示当前美国经济通缩的压力依然存在。通胀不达标与就业市场表现惨淡，也是美联储要维持极度宽松货币政策以刺激经济的根本原因。

图 10 美国 CPI



资料来源：Wind，东海期货研究所整理

图 11 美国 PCE 物价指数



资料来源：Wind，东海期货研究所整理

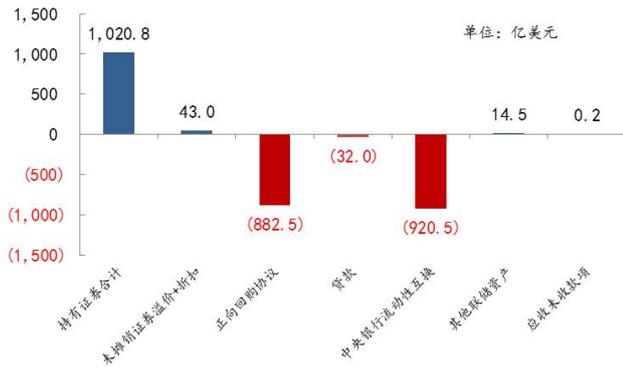
2.2.2. 宽松货币政策延续，实际利率或进一步走低

美联储 6 月 10 日议息会议虽将联邦基金目标利率维持在 0%-0.25% 区间不变，但所释放的信号对金价上涨起到了强有力的支撑。美联储主席鲍威尔表示出对疫情二次爆发对经济造成再次伤害的担忧，表明美联储将至少保持目前的速度购买长期国债以刺激经济，尽管当前看到了美国一些经济数据的回暖但距离实现稳通胀稳就业的双目标仍有很大距离，承诺将维持极低的利率直至美国经济完全复苏；对负利率的态度是否定单对收益率曲线控制的态度则是仍在研究中，呼吁财政措施继续加强。

鲍威尔此番讲话几乎为黄金奠定涨势，一方面，修正了此前市场对于经济回暖过于乐观的预期，二解除了市场对美联储是否会提前退出量化宽松的顾虑，三是表明联储对通胀走高的忍耐度提高。当前 10 年期美国国债收益率被限制在极低区间，加上美国继续扩张的财政政策，通胀预期有望稳步升高的同时联储却不考虑加息。对于黄金来说是极其有利的环境，看好金价在此期间进一步走强。

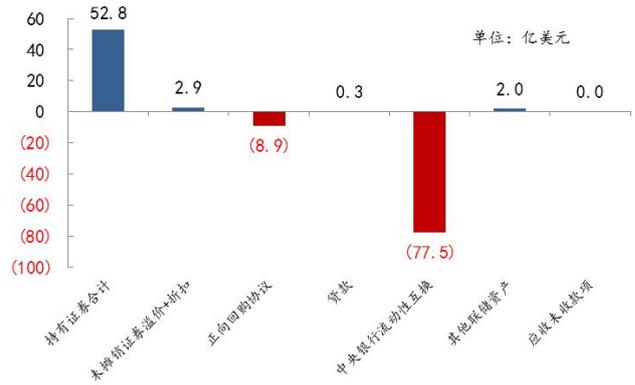
另一方面，美联储资产负债表在近期以来出现收缩，美联储资产规模从 7.22 万亿美元缩减至 7.13 万亿美元，但细看各分项可发现，大规模缩减的项目是正向回购以及央行流动性互换两项，主要是为了缓解短期美国国内外的美元流动性紧张问题的分项，随着美元流动性问题的转好此二项的缩减不难理解，但在关键的持有证券尤其是中长期美国国债项目上美联储还是处于持续扩张的状态，且如鲍威尔所言，6 月 10 日增持国债规模已是量化宽松以来最低点，近两周规模继续扩大，故美联储仍远不及主动缩表之际，量化宽松政策尚未逆转，且美国疫情持续发酵，经济持续承压，QE 规模或继续增大。在这样的预期下 10 年期美国国债收益率有继续下降的空间，或带领实际利率进一步走低。

图 12 美联储资产变化 6 月 17 日较 6 月 10 日



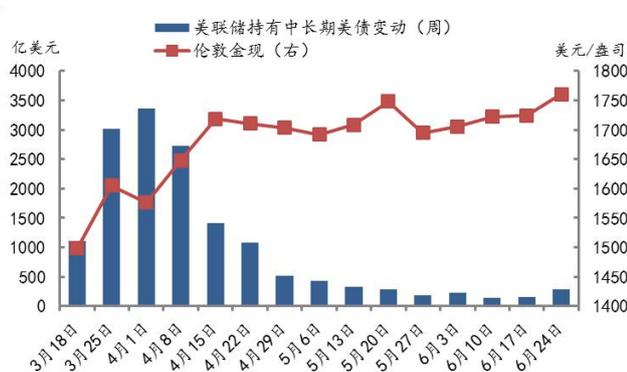
资料来源: Wind, 东海期货研究所整理

图 13 美联储资产变化 6 月 24 日较 6 月 17 日



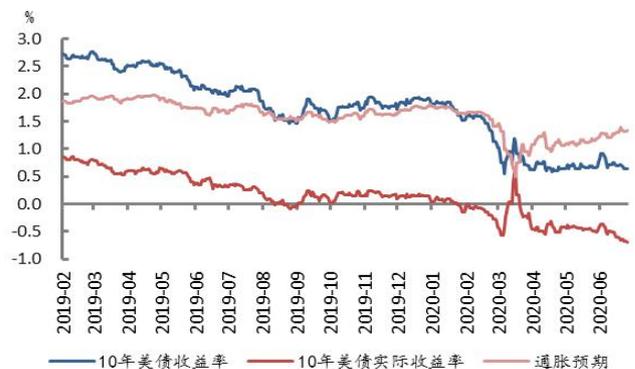
资料来源: Wind, 东海期货研究所整理

图 14 美联储持有中长期美债变化



资料来源: Wind, 东海期货研究所整理

图 15 10 年期美国国债收益率



资料来源: Wind, 东海期货研究所整理

2.3. 黄金需求强劲，支撑价格上涨

在需求方面，央行增配黄金储备与市场投资需求的变化对黄金价格走势具有一定的指导作用，总的来说这两部分需求增长强劲。

2.3.1. 央行持续购金抛债

6 月 6 日公布的数据显示，2020 年 4 月中国黄金储备维持在 1948.31 吨不变，自去年 10 月以来我国央行增持黄金按下暂停键。但总体来看，美联储开启量化宽松后的一个月，各国央行增持黄金约 49 吨。其中土耳其增持 38.79 吨黄金，印度增持 11.2 吨黄金。土耳其黄金储备 382.54 吨，印度黄金储备 653 吨，仍具增长潜力。近 1 年来，各国央行平均每月增持黄金 34.4 吨，总体来看仍然保持着增持的良好节奏。另一方面，4 月美国之外的海外央行抛售长期美债 463.86 亿美元，从长远的时间跨度来看，发展中国家丰富多元化的外汇储备的战略方针依然延续，黄金仍然具有战略性配置价值，在经济下行社会动荡期间这种价值或将更加凸显，支撑黄金需求。

图 16 黄金储备



资料来源: Wind, 东海期货研究所整理

图 17 外国政府持有长期美债变化

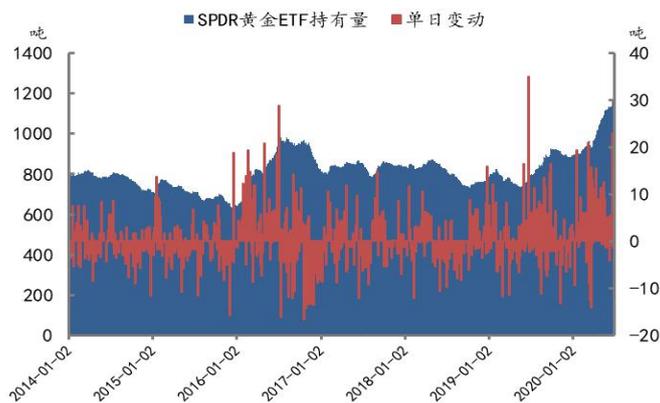


资料来源: Wind, 东海期货研究所整理

2.3.2.大量资金涌入黄金 ETF

以全球最大的黄金 ETF-SPDR 黄金 ETF 为例,截至 6 月 26 日,其黄金持有量达 1178.9 吨,较 5 月 29 日增持 55.76 吨。可以发现 SPDR 黄金 ETF 增持黄金速度放缓,其 4 月增持 89.5 吨,5 月增持 66.6 吨。但 6 月 19 日当天出现自美联储量化宽松以来的最大增持幅度 23.09 吨,对黄金的走势有一定的指导性作用。同时根据世界黄金协会统计,全球黄金 ETF 在今年前 5 个月的流入超过了此前仍和一年的记录。全球黄金 ETF 总持仓在 5 月再度增长 154 吨,相当于 85 亿美元(总资产规模上升 4.3%)的净流入,总规模达到了 3510 吨的历史新高。今年截至目前,全球黄金 ETF 已有 623 吨(约合 337 亿美元)的净流入,这已超过了 2016 年创下的 240 亿美元的最高年度净流入水平。

图 18 SPDR 黄金 ETF 持仓



资料来源: Wind, 东海期货研究所整理

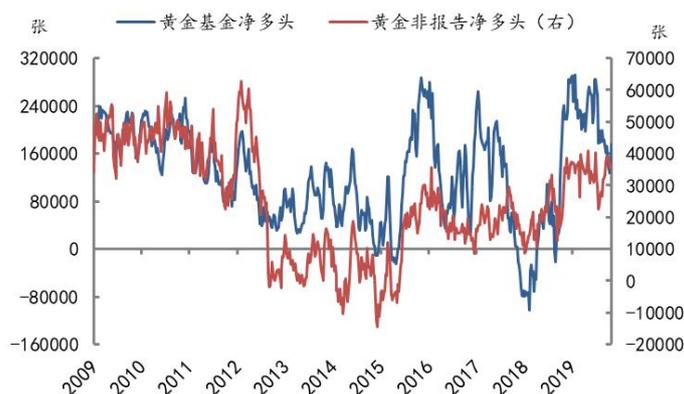
2.4.黄金多头逐步发力

6 月大型投资者重心由白银切换回黄金,一方面 4、5 月在黄金持续在高位震荡期间,白银已经历了较大幅度的补涨,当前利多因素继续显现,作为贵金属价格的锚金价或先尝试冲高破位。在黄金牛市未完结的前提下,白银仍有补涨机遇,金银比维持高空思路。

2.4.1. 黄金持仓变化

截至6月23日, CFTC黄金期货与期权基金净多头 175664 张, 较上周同期增 22.8%; 非报告净多头 36585 张, 较上周同期增 3.6%。6月2日以来基金净多头增 28.7%, 非报告净多头减 5.9%。可见在众多利多因素的催化下主力资金黄金多头发力, 对市场起到引导作用, 6月16日公布的黄金净多头持仓从低位反弹, 是金价上涨的积极信号。

图 19 CFTC 黄金持仓变化

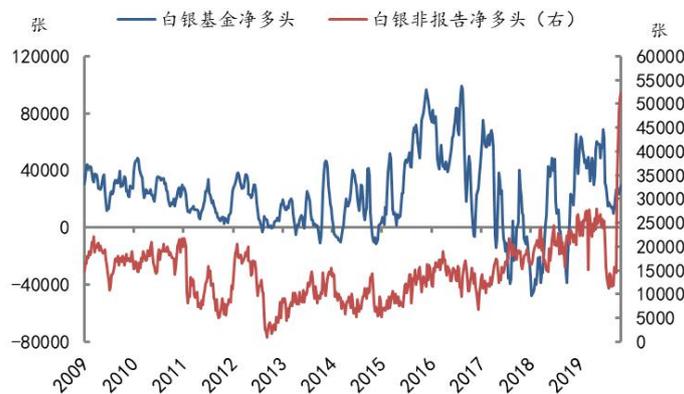


资料来源: Wind, 东海期货研究所整理

2.4.2. 白银持仓变化

截至6月23日, CFTC白银期货与期权基金净多头 29173 张, 较上周同期增 5.8%; 非报告净多头 52417 张, 较上周同期增 2.5%。6月2日以来基金净多头增 7.4%, 非报告净多头增 52.8%。自5月大幅度增加白银多头后, 6月大型投资者仍以黄金作为主要投资对象, 对白银兴趣骤减, 而非报告多头成为多头主力。整体而言对对白银后市仍持较乐观的态度。

图 20 CFTC 白银持仓变化

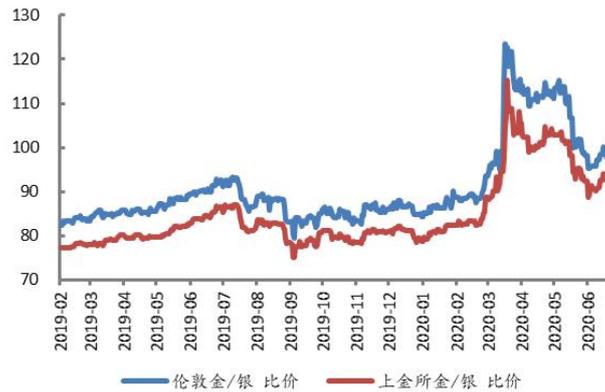


资料来源: Wind, 东海期货研究所整理

2.4.3. 金银比

以伦敦金现与伦敦银现比价、上金所 AU (T+D) 合约与 AG (T+D) 合约比价为基准，伦敦金银比从月初 95 走高至 98，沪金银比从 88 走高至 92。在 4、5 月份白银补涨为主带动金银比下行过后，6 月份市场关注重点回归至黄金，金价较银价表现更加稳定，金银比出现小幅反弹。黄金牛市未完，白银金融属性受到市场重视，黄金持续走高而白银不跟随反应的情况或难持续出现，金银比上行幅度较为有限，在经过一定程度反弹后或再度向下蛙跳，整体维持高空思路。

图 21 金银比



资料来源：Wind，东海期货研究所整理

3. 结论及操作建议

我们认为中期沪金 12 合约或继续对 420 元/克发起冲击，沪金 12 合约或在 395-420 区间运行。白银支撑较好且仍有补涨机遇，中期价格或在 4250-4500 间运行。

操作建议：单边沪金 12 在 395-420 间逢低买入，沪银 12 在 4250-4500 间逢低买入。套利可考虑逢高空金银比。

风险因素：美国经济超预期复苏、美联储货币政策转向，疫苗研发进展加速，美股出现类似 3 月崩盘引发美元流动性问题。

分析师承诺:

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn