

乘风破浪 贵金属价格重心将继续上移

摘要

未来，我们认为贵金属市场主要需关注避险、实际利率（通胀预期）和美元指数三大主线。

展望下半年，我们认为全球市场将继续面临着巨大的不确定性，未来全球疫情反复将成为“常态”，全球经济下行压力不减的环境中国际经贸冲突和地缘政治不稳定性概率上升，尤其是11月份美国总统特朗普的大选风险和大选后中美关系走向的不确定性等，故避险将仍会是市场需重点考虑的因素，强劲且长期存在的避险需求将会继续支撑贵金属价格。

实际利率水平则是左右金价最核心的因素，实际利率等于名义利率减去通胀率。下半年，在疫情仍将持续蔓延的背景下，市场对于美联储继续维持宽松货币政策基本达成一致共识，故下半年通胀是否有回升预期则对贵金属市场至关重要。上半年美联储在内的全球央行都在不断的购买资产，其资产负债表规模都大幅攀升，尤其是美联储上半年的资产负债表规模增长超3万亿美元，且基础货币M2增速亦大幅抬升，故从巨量宽松的角度去考量是支撑通货膨胀的预期。此外，美联储持续宽松将不断推升美股，资产价格泡沫的共振下商品价格中枢或将跟随上移，这也会弱化通缩预期，改善通胀预期。故我们认为下半年美国甚至全球的通胀率都大概率将温和走高，这意味着实际利率或将继续下行。实际利率长期维持低位则表明黄金的核心上涨支撑牢固。

美元指数方面，我们认为虽然随着前期的宽松货币政策和积极财政政策逐渐发挥效用，二季度经济数据的边际改善不断提振经济复苏预期，但从中长期角度而言，在疫情持续蔓延的背景环境下，全球市场不确定性仍高企，故我们认为美国经济中期前景需谨慎对待，因为美国经济的复苏强度和时间内仍面临着较大的不确定性。在这一背景下，美元指数或偏弱震荡，进而继续支撑金价重心稳步抬升；且全球债务规模持续提升，为长期对冲美元的信用风险，黄金的长期配置价值继续提升。

策略建议：综上，我们认为下半年贵金属价格重心仍会继续上移，建议中期继续配置黄金多头，持续关注逢低做多的机会。白银当前价格仍处相对低位，未来在资产价格“泡沫”环境中，温和的通胀预期将会令银价弹性继续凸显，故做空金银比价套利策略仍值得关注。

风险点：疫情大幅好转、通缩抬头、再次出现流动性风险等。

国贸期货

白素娜

投资咨询号：Z0013700

从业资格号：F3023916

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



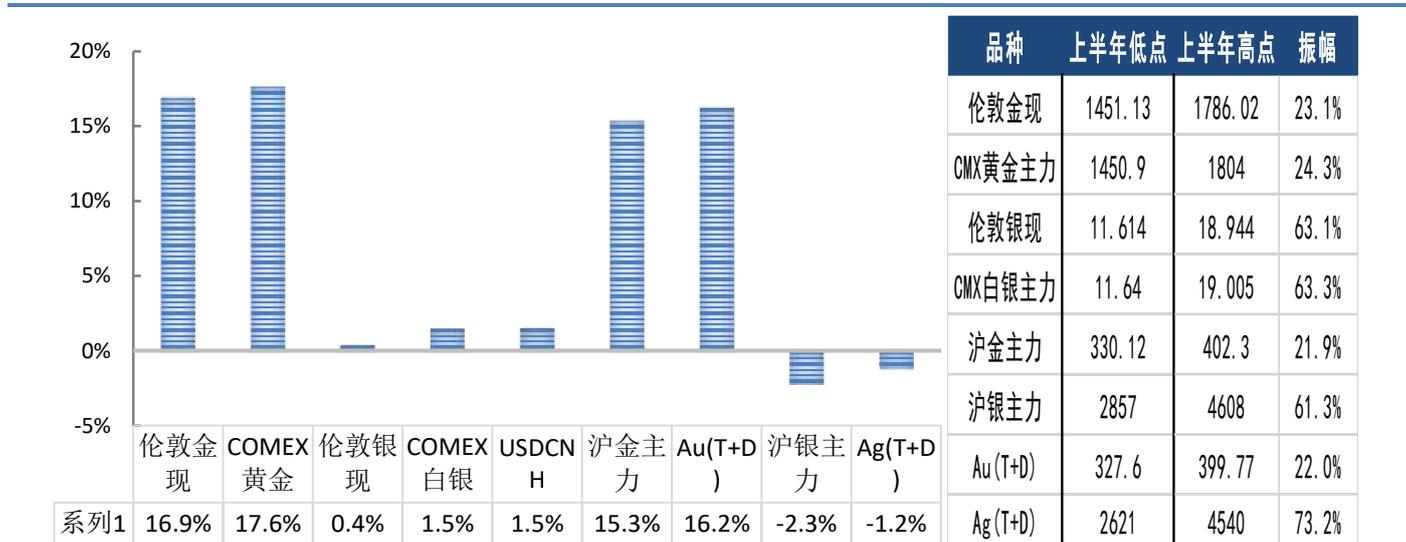
期市有风险，入市需谨慎

一、2020 年上半年贵金属价格回顾

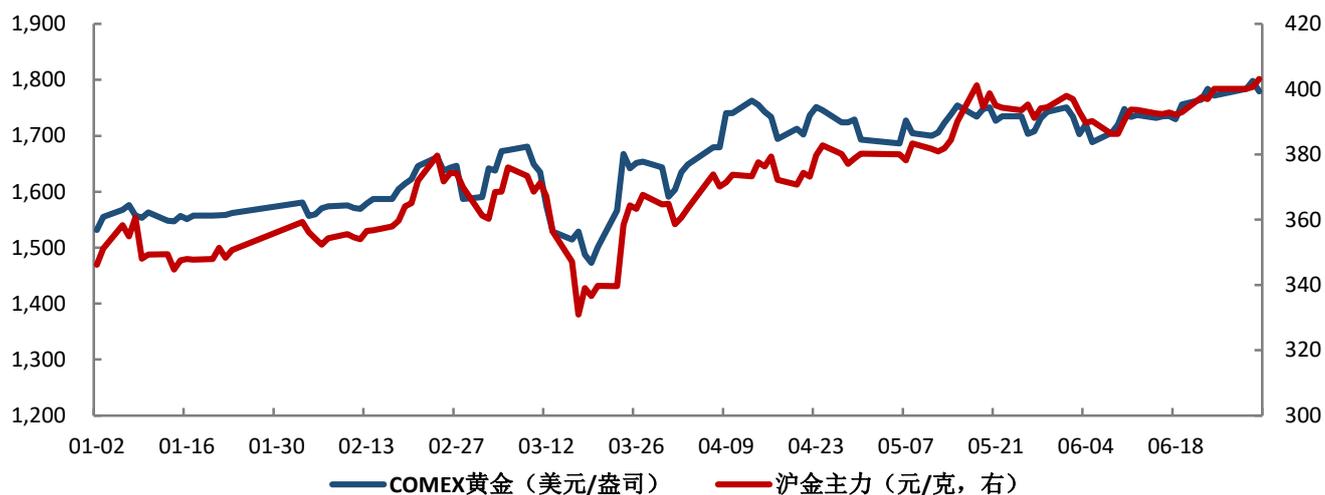
上半年，避险、流动性、货币宽松是影响黄金价格走势的三个主要因素。一季度，美伊地缘冲突、“新冠肺炎”疫情的全球蔓延和油价暴跌等“黑天鹅”事件频发，市场由避险一度转为恐慌，并引发全球资产抛售潮，在流动性恐慌下黄金也未能幸免。但随着美联储推出“无限量”QE 等一系列宽松举措，缓解了金融市场的流动性风险，黄金避险属性回归，加上在量化宽松下实际利率再度跌至负值区间，金价强势反弹。进入二季度，美联储持续宽松，其资产负债表规模迅速攀升至记录高位，关键的实际利率水平维持低位等持续巩固金价重心维持高位震荡。此外，在全球市场不确定性高企的背景下，强劲的避险需求继续推升金价，尤其是 6 月份以来，市场对美国疫情二次爆发的忧虑日益加剧，避险持续升温助力金价突破 1800 美元/盎司关口，刷新近 8 年新高，沪金合约则突破 400 元/克，创上市以来新高。

白银方面，上半年整体呈现“V”型走势。一季度，因疫情对全球经济前景造成较大负面影响，白银受商品属性拖累，一度因流动性问题遭到猛烈抛售，一季度跌幅近 20%。随后在联储无限 QE 等一系列宽松举措缓解流动性风险后，白银商品属性和金融属性共振，触底反弹。尤其是二季度在复工复产改善需求前景，叠加全球经济超预期复苏和宽松等宏观环境不断弱化通缩预期，强化通胀预期，银价强劲反弹，二季度表现远超黄金。

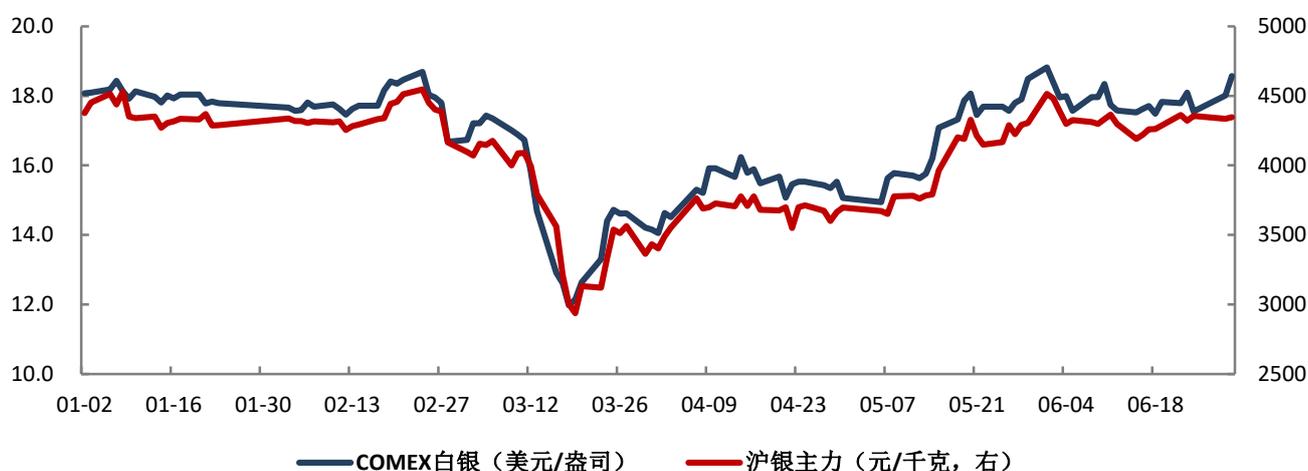
图表 1：2020 年上半年贵金属市场表现（本文如无特殊说明，所有数据均截至 2020 年 6 月 30 日）



图表 2：2020 年上半年黄金价格走势图



图表 3：2020 年上半年白银价格走势



数据来源：Wind

二、2020 年下半年贵金属行情展望

未来，我们认为贵金属市场主要需关注避险、实际利率（通胀预期）和美元指数三大主线。

展望下半年，我们认为全球市场将继续面临着巨大的不确定性，未来全球疫情反复将成为“常态”，全球经济下行压力不减的环境中国际经贸冲突和地缘政治不稳定性概率上升，尤其是 11 月份美国总统特朗普的大选风险和大选后中美关系走向的不确定性等，故避险将仍会是市场需重点考虑的因素，强劲且长期存在的避险需求将会继续支撑贵金属价格。

实际利率水平则是左右金价最核心的因素，实际利率等于名义利率减去通胀率。下半年，在疫情仍将持续蔓延的背景下，市场对于美联储继续维持宽松货币政策基本达成一致共识，故下半年通胀是否有回升预期则对贵金属市场至关重要。上半年美联储在内的全球央行都在不断的购买资产，其资产负债表规模都大幅攀升，尤其是美联储上半年的资产负债表规模增长超 3 万亿美元，基础货币 M2 增速大幅抬升，故从巨量宽松的角度去

考量是支撑通货膨胀的预期。此外，美联储持续宽松将不断推升美股，资产价格泡沫的共振下商品价格中枢或将跟随上移，这也会弱化通缩预期，改善通胀预期。故我们认为下半年美国甚至全球的通胀率都大概率将温和走高，这意味着实际利率或将继续下行。实际利率长期维持低位则表明黄金的核心上涨支撑牢固。

美元指数方面，我们认为虽然随着前期的宽松货币政策和积极财政政策逐渐发挥效用，二季度经济数据的边际改善不断提振经济复苏预期，但从中长期角度而言，在疫情持续蔓延的背景环境下，全球市场不确定性仍高企，故我们认为美国经济中期前景需谨慎对待，因为美国经济的复苏强度和时间的不确定性。在这一背景下，美元指数或偏弱震荡，进而继续支撑金价重心稳步抬升。且全球债务规模持续提升，为长期对冲美元的信用风险，黄金的长期配置价值继续提升。

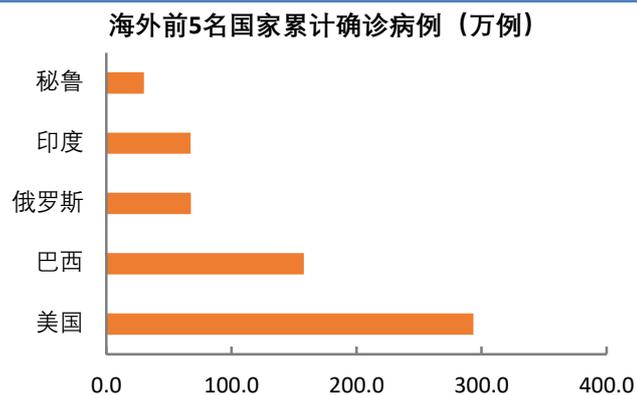
2.1 下半年全球市场仍面临着巨大的不确定性，避险需求将会继续支撑金价

上半年，新冠疫情的突发令整个市场陷入了巨大的不确定性，在流动性风险解除后，强劲的避险需求成为推升金价上涨的主要动力。展望下半年，我们认为全球市场仍会继续面临着巨大的不确定性，如疫情二次爆发风险、美国大选乱局、美大选后的中美关系走向、全球经济衰退环境中国际经贸冲突和地缘不稳定性概率的上升等，预计市场避险需求将长期存在，这一点将对贵金属构成长期支撑。

(1)、疫情反复将成为“常态”，避险需求将持续存在：虽然目前市场的风险偏好对疫情的反应已经相对钝化，这一点从股市、商品二季度的持续上涨可以看出。但目前，全球新冠疫情累计确诊病例已经超 1100 万例，其中美国累计确诊超 290 万例，巴西累计确诊超 150 万例。且因经济重启，复工复产令美国和亚洲部分地区在 6 月份再度出现新增确诊病例显著回升的迹象，尤其美国多州单日新增确诊病例再创疫情爆发以来新高，导致市场对全球疫情二次爆发的忧虑日益加剧。

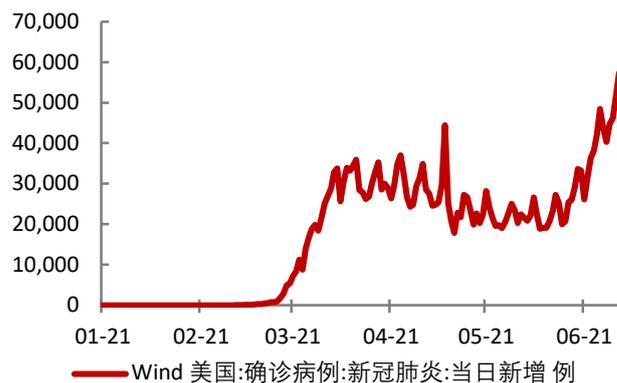
对于疫情，我们预计下半年疫情仍将持续全球蔓延，且反复将成为“常态”，故预计市场避险需求将持续存在，进而继续支撑金价。首先，海外疫情的传播和防控普遍具有高度不确定性，尤其是进入秋冬季节，美国的复工复产和竞选集会等仍可能会继续加剧疫情的传播速度，故预计美国疫情在下半年的形势仍然会较严峻，二次爆发的可能性不容小嘘。其次，国内疫情尽管大概率可控，但若海外秋冬季节疫情再次爆发，国内也将再次面临巨大输入性压力。

图表 4：全球疫情仍在持续蔓延



数据来源：Wind

图表 5：美国单日新增确诊攀升，下半年疫情形势仍严峻

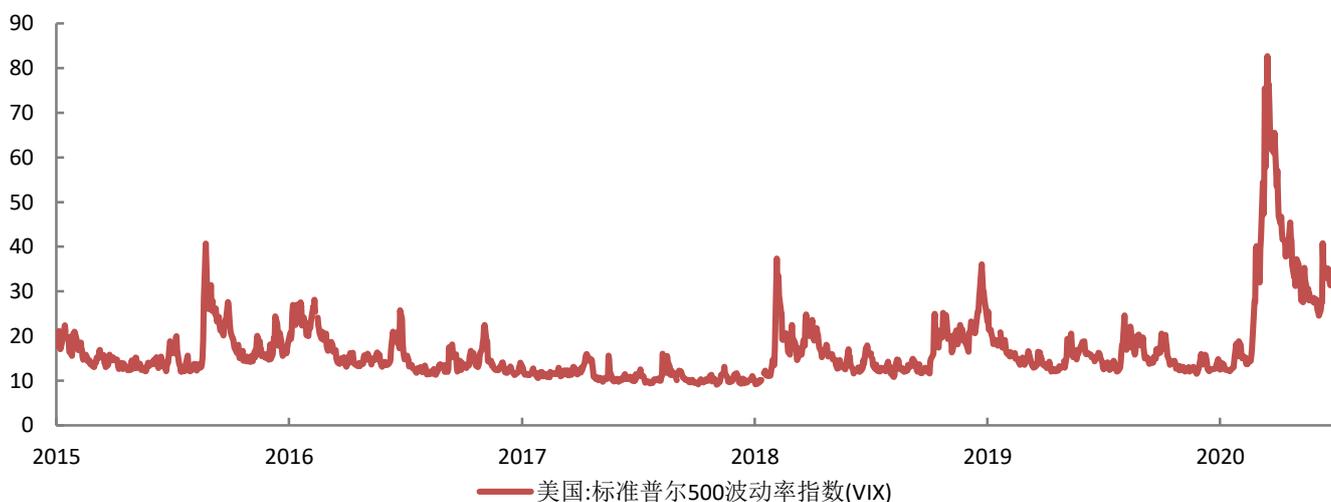


数据来源：Wind

(2)、美国大选和大选后的中美关系走向料将再度成为下半年的焦点，届时恐引发较大的阶段性避险需求：今年 11 月美国即将举行总统换届选举，在经历 6 月种族事件后，民主党候选人拜登的支持率快速上升并超过特朗普，增加了美国大选的不确定性。在三季度末左右，美国大选将进入全球拉票环节，届时美国大选乱局将成为市场关注的焦点，尤其是若拜登支持率持续领先，恐对美股形成利空，从而令市场的避险需求再度上扬，进而阶段性推升金价。

且无论是特朗普还是拜登谁当选，届时中美关系或再度成为市场焦点。我们预计中美关系在大选前摩擦不会急剧升级，但在大选后中美关系的不确定性将再度上升，从而将阶段性推升避险需求，进而支撑金价。若特朗普当选，则中美第一阶段经贸协议有望落实，但由于特朗普将新冠疫情“甩锅”中国，需特别关注中美第二阶段协议的进展，届时摩擦有升级的可能，中美关系的不确定性料将攀升；若拜登当选，虽其对华政策相对温和，但若推翻特朗普将任期的部分政策，也将有可能会间接提升中美关系的不确定性。

图表 6：VIX 指数恐回落后，但仍偏高



数据来源：wind

2.2、温和通胀预期将令实际利率长期维持低位，黄金核心支撑牢固

上半年，为应对新冠疫情的全球蔓延对经济造成巨大负面冲击的影响，全球央行开启了一轮史无前例的量化宽松。其中美联储的救市行动最为积极，美联储采取累计紧急降息 150bp，并推出“无限量”QE 等九大救市举措来缓解金融市场的流动性风险；受此影响，10 年期美债实际收益率迅速下行并跌至负值区间，进而推升金价强劲反弹。

下半年，在疫情仍会持续蔓延的背景下，市场对于美联储继续维持宽松货币政策基本达成一致共识。美联储在 6 月货币政策会议的点阵图暗示美联储将把联邦基金利率水平维持在 0%-0.25% 不变至 2022 年，且声明还承诺将继续维持当前购债力度和使用一切工具来维持宽松政策。此外，美联储主席鲍威尔的讲话也屡次强调美国经济前景面临极端不确定性，取决于新冠疫情的演变。所以，若下半年美国疫情继续恶化，美联储为支撑经济可能不得不继续采取诸如大量购债等宽松举措，这将继续支撑金价。

虽然美联储未来料将继续维持宽松这一基本共识将会继续支撑金价，但我们认为下半年金价能否延续大幅走强则取决于通胀预期。因为实际利率水平是左右金价最核心的因素，而实际利率等于名义利率减去通胀率，故下半年通胀是否有回升预期将对贵金属市场至关重要。

受疫情影响，目前全球主要经济体的通胀率普遍大幅回落并进入通缩状态，如美国 5 月 CPI 环比仅 0.1%，5 月核心 PCE 物价指数仅为 1%。对于未来全球是否能有通胀预期，市场存有一定分歧。但我们从巨量宽松的角度去考量，我们认为下半年美国甚至全球的通胀率都大概率将温和走高。因为上半年，美联储在内的全球央行都在不断的购买资产，其资产负债表规模都大幅攀升，尤其是美联储上半年的资产负债表规模增长了超 3 万亿美元突破 7 万亿关口，创下记录新高，且基础货币 M2 增速亦大幅抬升，这些都是支撑通货膨胀的预期。此外，美联储持续宽松在不断地推升美股，资产价格泡沫的共振下商品价格中枢或将跟随上移，这也会弱化通缩预期，改善通胀预期。

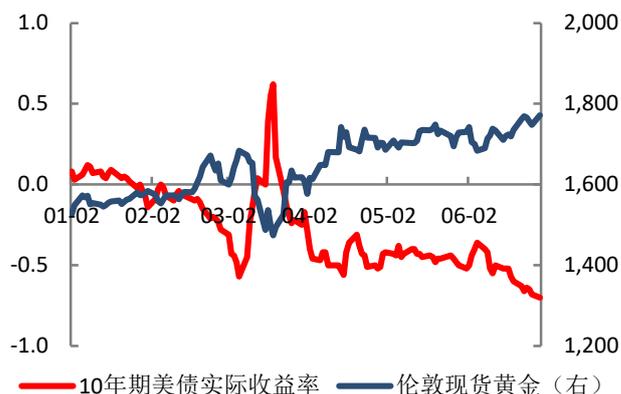
综上，展望下半年，美联储 6 月定调将维持利率水平在零利率附近至 2022 年，且在疫情持续蔓延的背景下，未来美联储仍会维持宽松的货币政策，将继续利好黄金。且在巨量流动性宽松的驱动下，下半年通缩预期将弱化，通胀预期则可能出现温和抬头，这意味着实际利率或将继续下行。实际利率长期维持低位则意味着黄金的核心上涨支撑牢固。

图表 7：美联储利率点阵图暗示至 2022 年利率维持零附近



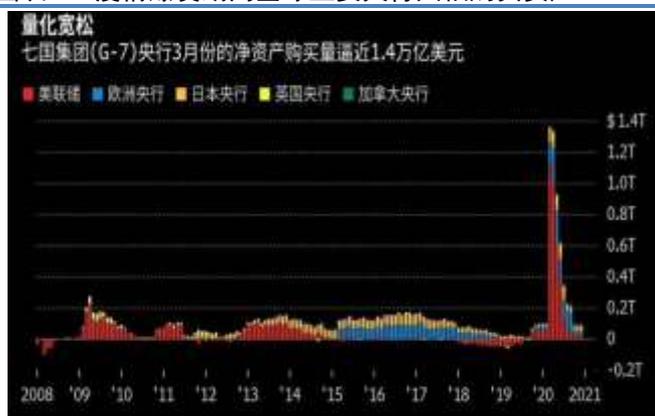
数据来源：Wind

图表 8：美国实际利率维持料将长期维持低位水平



数据来源：Wind

图表 9：疫情爆发期间全球主要央行大幅购买资产



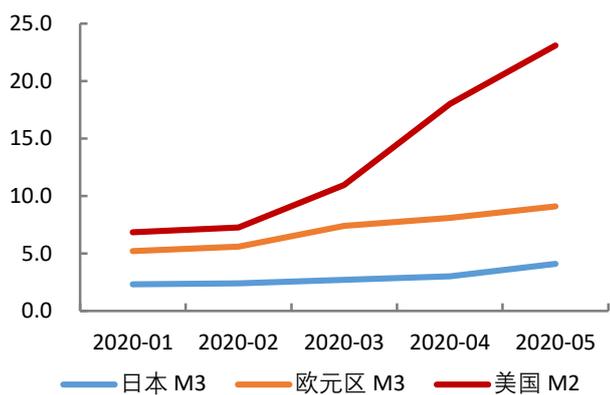
数据来源：彭博研究所

图表 10：上半年美联储资产负债表规模增长超 3 万亿美元



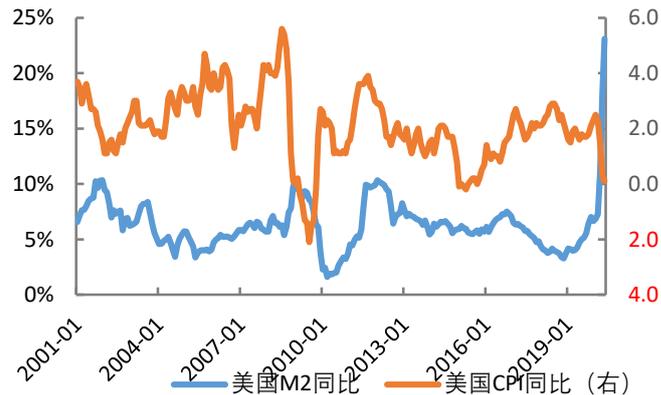
数据来源：Wind

图表 11：美日欧广义货币同比增速（%）大幅攀升



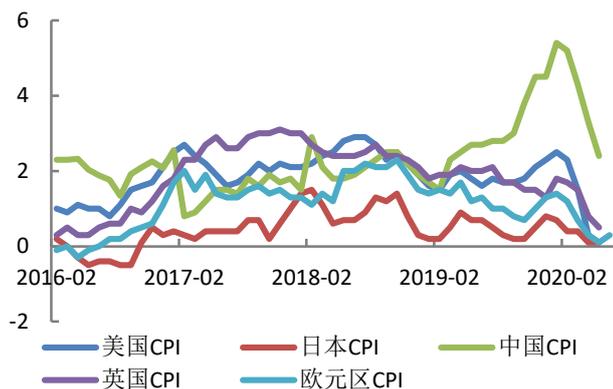
数据来源：Wind

图表 12：美联储 M2 与 CPI 走势图



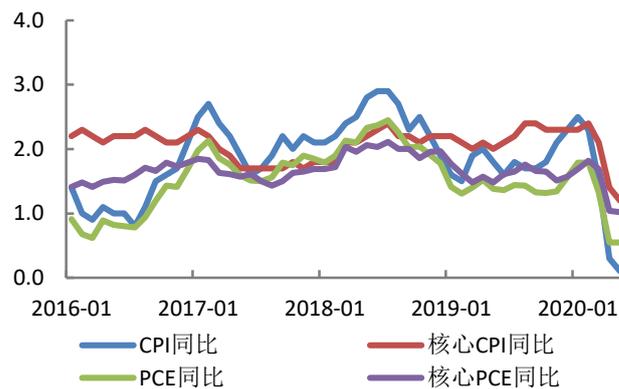
数据来源：Wind

图表 13：全球主要经济体通胀上半年显著回落



数据来源：Wind

图表 14：美国通胀数据



数据来源：Wind

2.3、美国经济前景不确定性仍较高，美元指数或偏弱震荡，利好金价

众所周知，突发的全球性新冠疫情给全球经济带来了巨大的负面冲击，全球主要经济体一度 GDP 均大幅萎缩。但随着前期各国的宽松货币政策和积极财政政策逐渐发挥效用，全球二季度经济普遍呈现超预期复苏的迹象。美国 5 月零售销售数据环比大涨 17.7%，创 1992 年有记录以来最大涨幅；美国 6 月非农新增就业人口 480 万人，创下记录新高，5 月新增非农也上修至 269.9 万人，6 月失业率 11.1%，好于预期；美国 6 月 ISM 制造业指数录得 52.6，重回扩张区间并创 2019 年 4 月份以来的新高。强劲的经济数据和特朗普政府考虑推出 1 万亿美元基础设施方案，均进一步提振美国短期的经济复苏预期。

我们认为虽然随着前期的大力度宽松货币政策和积极财政政策逐渐发挥效用，二季度经济数据的边际改善不断提振经济复苏预期，但从中长期角度而言，在疫情持续蔓延的背景环境下，全球市场不确定性仍高企，故我们认为美国经济中期前景需谨慎对待，因为美国经济的复苏强度和时点或仍面临着较大的不确定性。在美国经济仍疲弱的背景下，美元指数或偏弱震荡，进而继续支撑金价重心稳步抬升。

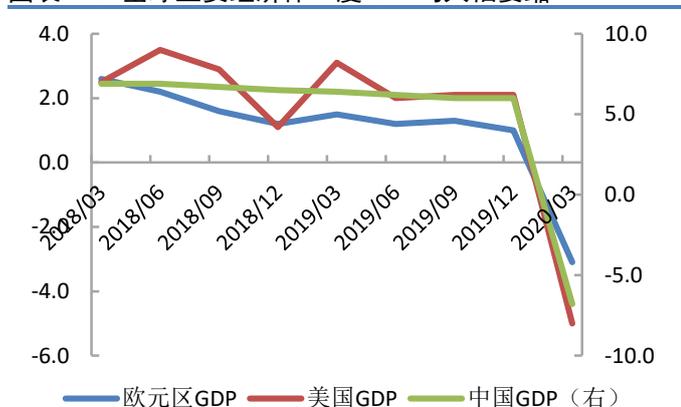
截至 6 月底，全球疫情仍在持续蔓延，IMF 下调今年全球经济增速至-4.9%。美国方面，6 月下旬疫情的二次反弹令市场再度对其经济前景的忧虑加剧。因为疫苗的研发应用仍需较长时间，所以若疫情持续时间长，秋冬季节再次爆发的话，则仍将对市场和经济产生较大的影响。美联储主席鲍威尔在内的多位官员均强调，美国经济的命运与新冠肺炎疫情的演变挂钩，疫情将对美国经济构成“持续风险”，美国距离全面复苏还很遥远，美联储预计美国 2020 年经济仍会萎缩超 6%。

其次，美国整个就业市场也并不像数据表现的那么乐观，持续高企的失业率或不断拖累美国经济的中期前景。美国 5 月、6 月的非农就业报告都异常强劲，但这主要是由于那些临时性就业所贡献的。从周度数据来看，美国 6 月 27 日当周首次申请失业救济人数 142.7 万人，连续 13 周下降，但仍持续维持在 100 万上方，且美国 6 月 20 日当周续请失业救济人数 1929 万人，均高于预期。居高不下的周度数据或表明美国未来永久性人数恐持续维持在高位，这意味着美国下半年失业率或将继续维持两位数的高位水平，整体就业市场难言乐

观，故对美国经济的复苏强度和复苏时间我们认为市场仍需谨慎对待。

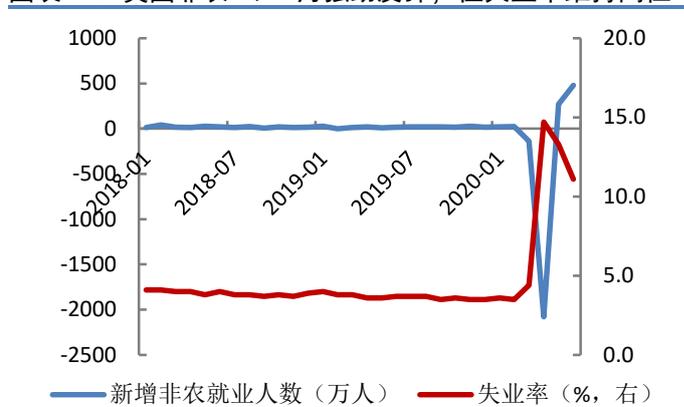
再者，美国财政赤字的不断攀升（2020 财年迄今已逾 2 万亿美元），也增加了美国经济中期前景的不确定性。

图表 15：全球主要经济体一度 GDP 均大幅萎缩



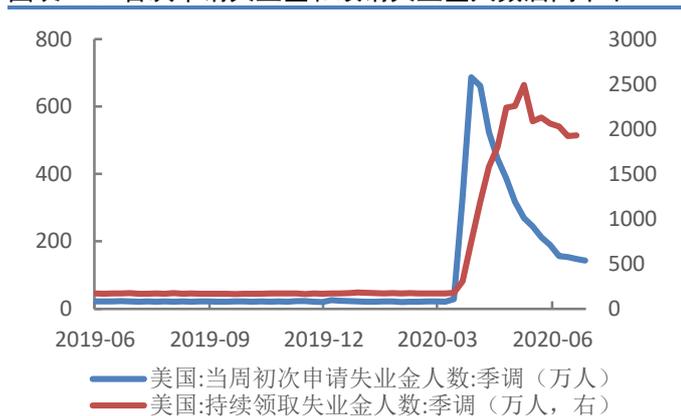
数据来源：Wind

图表 16：美国非农 5、6 月强劲反弹，但失业率维持高位



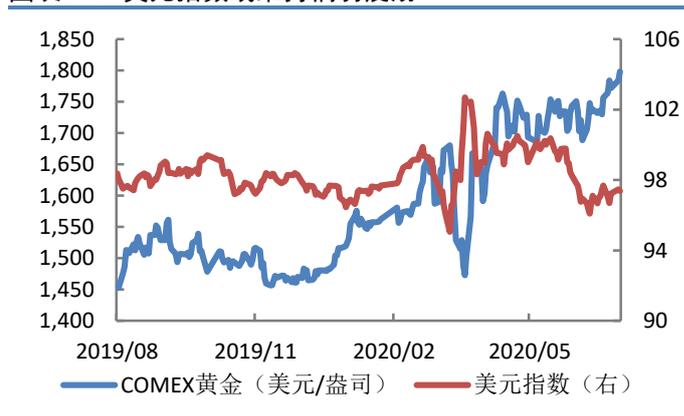
数据来源：Wind

图表 17：首次申请失业金和续请失业金人数居高不下



数据来源：Wind

图表 18：美元指数或维持偏弱震荡



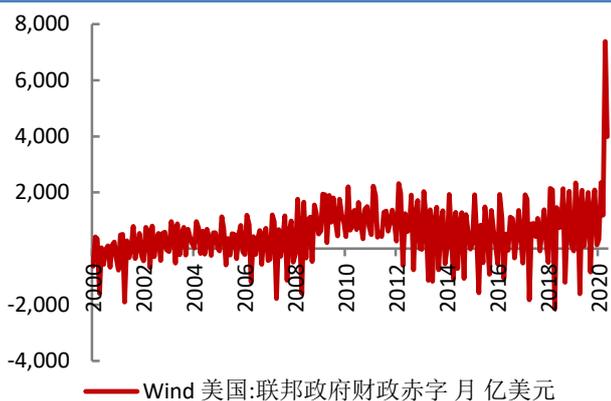
数据来源：Wind

2.4 全球债务规模大幅攀升，黄金配置价值凸显

美联储的资产负债表规模今年以来已经增加超 3 万亿美元，美国 2020 财年迄今的赤字已经攀升至 1.9 万亿美元。且媒体报道，英国政府债务占 GDP 比重自 1963 年来首次超过 100%，德国的第二份额外预算草案设想在 2020 年出台约 1030 亿欧元的额外刺激措施，财长追求支持经济的财政措施达到 2185 亿欧元，届时，德国 2020 年债务占 GDP 比重将为 77% 左右，整体公共预算赤字占 GDP 比重将为 7.25%。

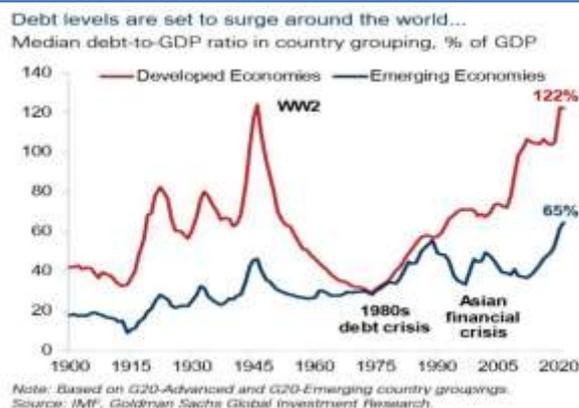
受疫情影响，全球举债刺激经济令全球债务规模持续快速攀升，故长期角度而言，美元的信用风险抬升。为对冲风险，不止央行的购金会持续，投资者对黄金 ETF 的需求也将在持续攀升，故强劲的避险和投资需求都将不断巩固金价中期向上的支撑。

图表 19：美国财政赤字规模大幅攀升



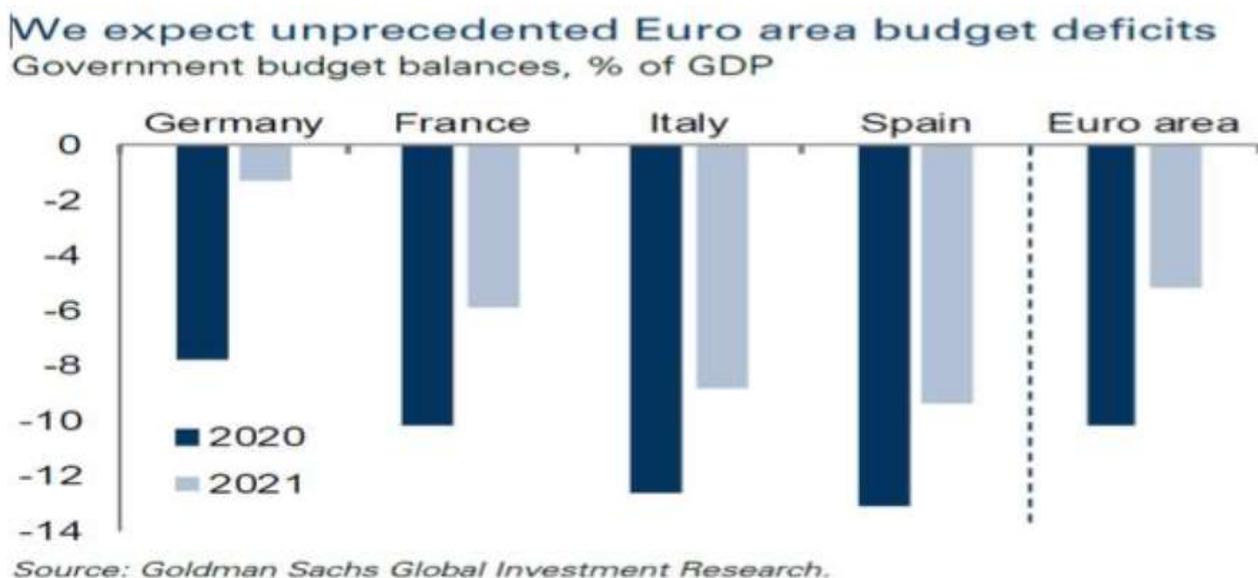
数据来源：Wind

图表 20：全球债务水平走势图



数据来源：高盛

图表 21：欧洲各国预算赤字占 GDP 的比例



数据来源：高盛

三、基本面分析

3.1 黄金：强劲的投资需求和央行的持续购金仍会对金价构成支撑

据世界黄金协会（WGC）：2020 年一季度，全球黄金总供应量同比下滑 4%至 1066.2 吨。其中，受新冠疫情影响，多数金矿开采活动受到阻碍导致一季度金矿产量同比减少 3%至 795.8 吨，为 5 年低点；且由于消费者被限制在家隔离，导致黄金回收几乎陷入停滞，一季度再生金产量同比下滑 4.4%至 280.2 吨。但二季度随着物流运输和生产的恢复，叠加疫情初期伦敦-纽约两个市场的巨大期现价差引发的大量套利交易，COMEX 黄金期货库存较年底大幅增加 269%至 999291 吨。

整体，我们认为供应端对金价的影响偏向于短期，中期而言黄金的总供应量仍较为平稳，对金价的影响不大。但需求对金价的影响则至关重要，尤其是今年以来强劲的投资需求和央行的持续购金对金价构成了强有力的支撑，且这一势头在未来有望得到延续。

据 WGC，2020 年一季度，全球黄金总需求量为 1083.8 吨，同比增长 1.2%，但实物需求和金融需求呈现显著分化。受疫情影响，全球黄金的消费需求受到沉重的打击。据 WGC，一季度，全球金饰需求量同比下降 38.9% 到 325.8 吨，为记录新低。其中，中国大陆第一季度的金饰需求同比 65% 至 64 吨。此外，科技用金需求也降至有记录以来的最低点，为 73.4 吨，同比下降 8.2%。

但受避险情绪推动，黄金 ETF 等投资需求激增，进而推动金价大涨。据 WGC，今年截至目前，全球黄金 ETF 净流入 623 吨至 3510 吨，创记录新高，这也已超过了 2009 年创下的 591 吨的最高年度净流入水平。且截至 6 月 30 日，全球最大黄金 ETF-SPDR 持仓水平为 1178.9 吨，创 7 年新高，较 2019 年年底增加 285.65 吨(约 32%)；截至 6 月 23 日，COMEX 黄金期货非商业净多头头寸持仓较 2019 年年底减少 75968 张(约-23%)至 251957 张，降至一年低位附近。

此外，全球各国央行也仍在不断增持黄金。据 WGC，一季度，全球的黄金官方储备增长了 145 吨，同比下滑 7.7%。虽未来全球央行的购金速度可能会继续下滑，但目前多数国家黄金占外汇储备的占比仍较低，我们认为全球央行追求多元化和进行对冲将使得黄金继续受到央行青睐，央行的稳健购金仍会为金价长期上行继续提供坚实的基础。

图表 22：全球黄金 2019 年一季度供需情况

单位：公吨	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	20Q1	Q1'20 同比变化%
供应量												
金矿产量	2,748.5	2,857.4	2,929.1	3,110.3	3,206.1	3,313.5	3,427.5	3,456.5	3,528.7	3,479.6	795.8	-2.6
生产商净对冲额	-108.8	22.5	-45.3	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-12.5	21.3	-9.7	-
再生金量	1,679.1	1,651.1	1,670.8	1,247.7	1,187.8	1,121.4	1,281.5	1,156.1	1,177.6	1,311.5	280.2	-4.4
总供应量	4,318.8	4,531.1	4,554.6	4,330.1	4,498.8	4,447.7	4,746.6	4,587.1	4,693.8	4,812.4	1,066.2	-3.8
需求量												
金饰	2,057.1	2,104.1	2,157.2	2,726.1	2,531.5	2,458.5	2,101.2	2,239.7	2,243.6	2,118.6	325.8	-38.9
科技	460.7	429.1	382.3	355.8	348.4	331.7	323.0	332.6	334.8	326.6	73.4	-8.2
电子用金	326.7	316.6	289.1	279.2	277.5	262.1	255.6	265.6	268.4	262.6	59.0	-7.2
其他行业	88.3	76.4	64.7	53.7	51.2	51.0	49.8	50.7	51.2	50.1	11.2	-12.9
牙科	45.6	36.2	28.4	22.8	19.6	18.6	17.6	16.3	15.3	13.9	3.2	-9.2
投资	1,588.0	1,759.2	1,565.5	849.4	913.9	962.3	1,614.6	1,317.9	1,167.2	1,274.9	539.6	79.6
金条和金币总需求量	1,204.3	1,502.4	1,311.9	1,730.9	1,066.8	1,091.7	1,073.3	1,046.6	1,092.3	871.3	241.6	-6.2
实物金条需求量	921.2	1,189.9	1,015.2	1,358.3	780.3	790.2	797.0	781.4	776.7	580.4	150.4	-18.5
官方金币量	195.9	228.4	186.0	271.1	205.6	225.2	208.3	188.8	242.3	224.1	76.9	35.7
奖牌/仿制金币	87.2	84.2	110.8	101.5	80.9	76.3	67.9	76.4	73.3	66.8	14.3	-12.3
黄金ETFs及类似产品*	383.7	256.8	253.6	-881.6	-152.8	-129.3	541.2	271.2	75.0	403.6	298.0	594.6
各国央行及其他机构	79.2	480.8	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.2	648.2	145.0	-7.7
黄金需求量	4,184.9	4,773.3	4,674.2	4,560.7	4,394.9	4,332.1	4,433.6	4,268.7	4,401.9	4,368.3	1,083.8	1.2
LBMA黄金定价(美元/盎司)	1,224.5	1,571.5	1,669.0	1,411.2	1,266.4	1,160.1	1,250.8	1,257.2	1,268.5	1,392.6	1,582.8	21.4

数据来源：世界黄金协会(WGC)

图表 23: 全球黄金 ETFs 及类似产品的月度持仓变化: 总规模创记录新高, 前 5 个月已净流入 623 吨。



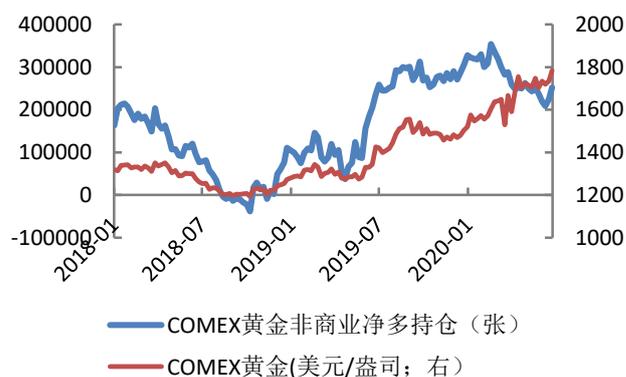
数据来源: 世界黄金协会 (WGC)

图表 24: 黄金 SPDR-ETF 上半年净流入 285.65



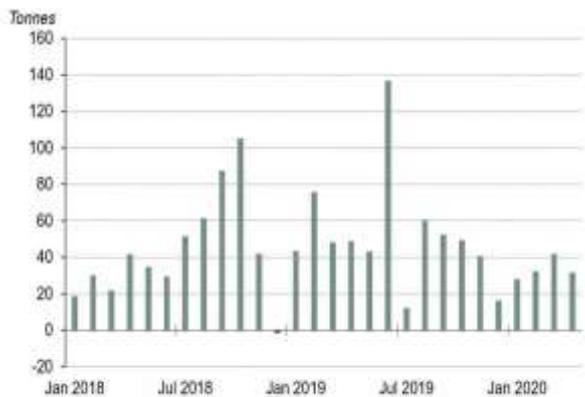
数据来源: Wind

图表 25: 黄金非商业净多头寸降至 1 年低位附近



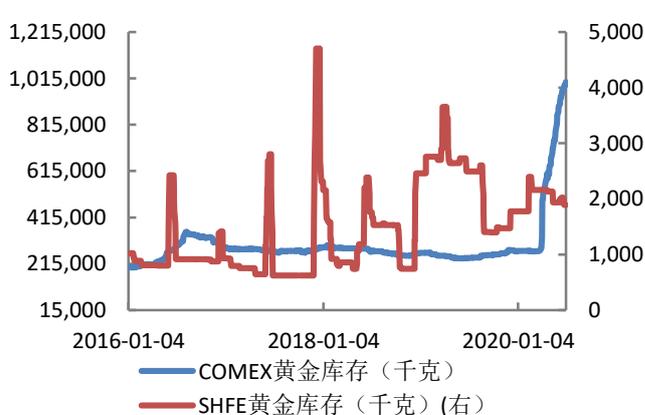
数据来源: Wind

图表 26: 全球央行购金放缓, 但维持净购金



数据来源: Wind

图表 27: COMEX 黄金期货库存大增 269%



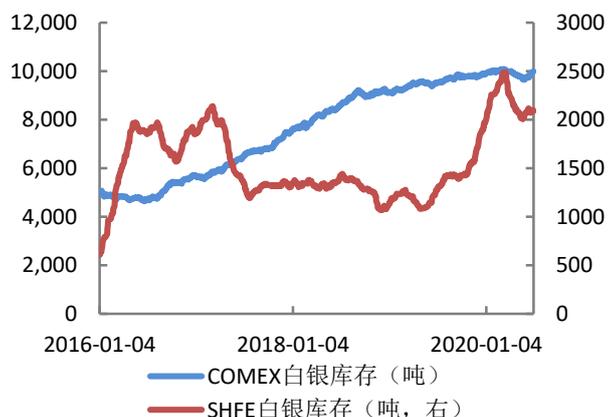
数据来源: Wind

3.2、 白银：基本面仍较为疲软，但有边际改善的曙光

白银虽然整体基本面仍较为疲软，但有边际改善的曙光，基本面对银价的拖累或将有所缓解。供给方面，虽然内外盘白银的期货库存仍维持在相对高位，但受疫情影响，预计 2020 年上半年白银矿山产量会有所下滑，整体供应端的压力将有所缓解。需求方面，今年疫情给全球经济前景带来的下行压力对白银的工业需求造成较大打压，但随着二季度的复工复产，白银的显性库存呈现下降趋势，说明白银的工业需求正在逐步改善；且预计未来随着经济复苏的环比向好，白银的工业需求仍有边际改善的曙光。

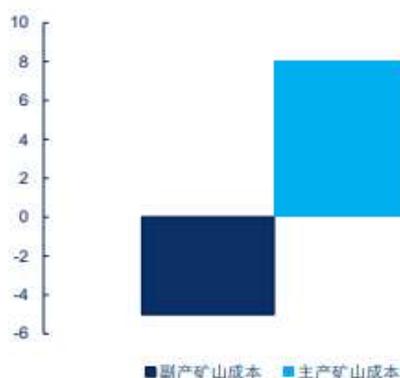
此外，在流动性问题基本消除后，强劲的投资需求将继续给银价带来一定支撑：截至 6 月 30 日，白银 ETF-SLV 持仓水平为 15489.76 吨，创记录新高，较 2019 年年底增加 4211.12 吨（约 37%）。但截至 6 月 23 日，COMEX 白银期货非商业净多头寸持仓较 2019 年年底减少 31805 张（约-46%）至 37923 张，降至一年低位附近。

图表 28：白银库存仍维持高位，但二季度有所回落



数据来源：wind

图表 29：2018 年矿产白银运营成本：8 美元/盎司



数据来源：wind

图表 30：白银 SLV-ETF 上半年净流入 37%，创记录新高



数据来源：Wind

图表 31：白银非商业净多头寸下降约 46%至 1 年低位



数据来源：Wind

四、套利策略分析与展望

金银比价：一季度，因流动性问题导致白银遭到恐慌性抛售，金银比价大幅攀升并创下 124 的记录新高；后受益于复工复产对需求前景的提振，商品属性助力白银释放弹性，二季度白银表现强于黄金，金银比价自历史新高回落至 100 下方。

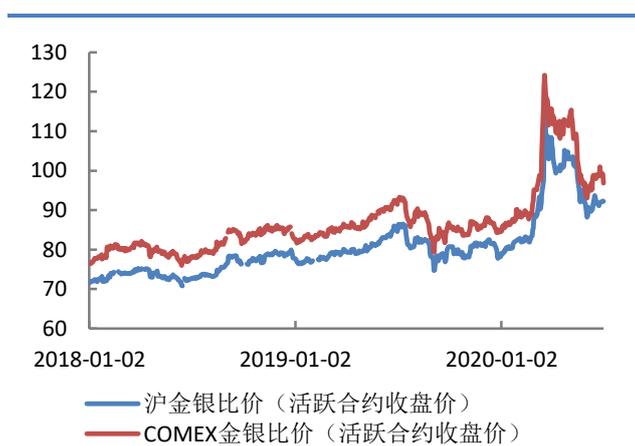
展望下半年，我们预计白银的需求前景仍有边际改善的曙光，叠加通胀预期受益，预计此轮金银比价有望进一步向下修复至 85-90 区间附近，故建议逢高做空金银比价。且建议投资者关注金银比价进一步修复下白银的投资机会，未来白银的边际上涨速度仍可能会强于黄金。

上金所 TD 与上期所主力价差：一季度黄金、白银的期现（TD-SHFE）绝对价差呈现快速收敛，且在期货主力合约换月至 2012 合约，二者的绝对价差亦呈现收敛态势。未来，我们建议关注上金所 TD 与上期所 2012 合约的绝对价差继续收敛的套利机会。

黄金内外盘价差：今年以来内盘黄金较外盘黄金的溢价持续收窄，并由溢价转为大幅折价。我们认为主要原因在于自 2 月底以来欧美疫情加速恶化，海外避险更甚，美联储大力度“量化宽松”，令海外黄金的金融和实物需求都大幅攀升，加上疫情对物流和生产的阻碍，令海外黄金实物供应存在紧缺。在供应紧缺、需求紧俏的基本面下，外盘黄金上涨动力更足，进而转为大幅溢价内盘黄金。

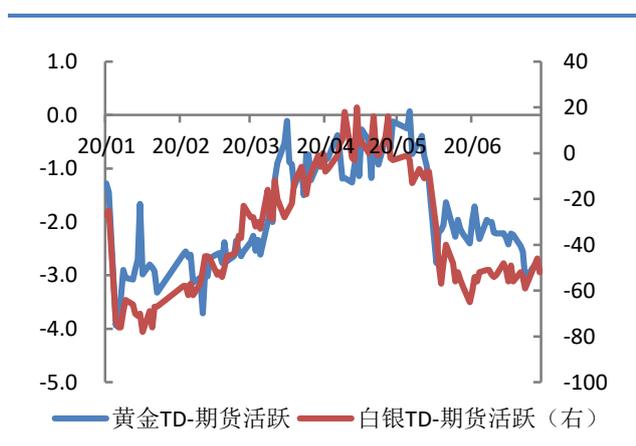
进入二季度，随着海外疫情的边际缓解和经济重启计划，黄金的供应问题得到缓解，实物需求也有所回落，故黄金内外盘价差如期逐步收敛。未来，我们认为黄金内外盘价差难以长期维持外盘黄金高溢价的格局，故仍可逢高关注【买沪金-卖伦敦或卖 COMEX 黄金】的套利策略。

图表 32：金银比价创记录新高后回落



数据来源：Wind

图表 33：期现价差延续收敛态势



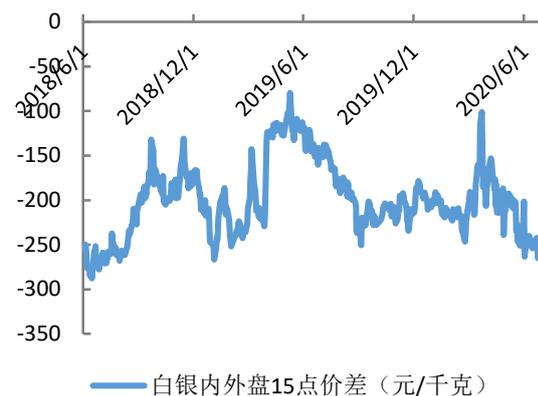
数据来源：Wind

图表 34: 黄金内外盘价差(TD-伦敦金)



数据来源: Wind

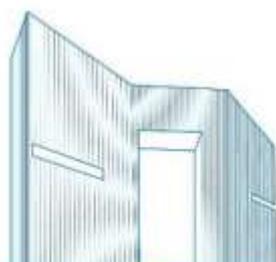
图表 36: 白银内外盘价差 (TD-伦敦银)



数据来源: Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期市有风险 入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读



长按二维码进入小程序

专业·诚信·进取·共赢