



金瑞期货®
JINRUI FUTURES

金瑞期货半年报——

实际利率下跌，金价上涨之势延续

2020年7月17日

金瑞网站: www.jrqh.com.cn

核心观点:



金瑞期货研究所

撰写人:

黄志明 (F 3048828)

电 话: 0755-88605629

邮 箱:

huangzhiming@jqh.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分

- 在美国经济重启后，经济指标表现出有力反弹。美国经济意外指数还在继续攀升，当前已达到 224。但二次爆发可能引起短期波动。
- 市场或将长期看到美联储将基准利率维持在 0-25bp 左右。美联储将基准利率下调至 0-25bp 的水平，达到了最低利率，很难实施负利率政策，失业率高企导致近期也无法进入加息节奏。
- 美债名义利率基本上维持在 0.7% 的水平。长端利率也一直受到美联储的压制，利率已经和市场表现分化，主要在于美联储不断的购债，从而压低了美债利率。
- 货币的超级宽松或将给美元带来中长期的贬值压力，由于中国出口没那么差，中美利差也处于四年高位，外资流入格局可以持续，抬升人民币汇率，也将对美元形成被动拉低的作用。
- 期限价差将持续恢复。新冠疫情在全球的扩散导致位 comex 黄金交割出现困难，导致逼仓发生，期现价差在 3 月末明显扩大，CME 宣布将在 7 月中旬将 comex 金的交割地扩大至伦敦，价差将得以持续修复。
- 今年内外盘价差罕见倒挂，但并不是汇率波动造成的。疫情导致了国内实物黄金需求大幅回落，缺乏强劲的现货买盘。等到疫情结束后，需求会回来的，价差会迎来修复。
- 金银比或将持续修复。当前由于铜铅锌等矿山出现减产，白银的供给回落，利于金银比价回落。此外，全球市场从疫情风险中逐步走出，也有助于比值回落。
- 贵金属上涨趋势或将延续。美国名义利率维持不变，通胀预期上升，实际利率仍有下行趋势，加上中美冲突升级，贵金属上涨延续，核心运行区间为 1800-1900 美元/盎司，同时关注比价回归的机会。

目录

一、疫情后美国经济基本面	4
1.1 全球疫情	4
1.2 美国经济仍显韧性	4
1.3 疫情之下经济周期变化	5
二、利率市场变化	6
2.1 基准利率长期维持超低水平	6
2.2 美国长端名义利率窄幅波动	7
2.3 美国实际利率仍有下降趋势	8
2.4 美元指数走向	9
三、价差变化	9
3.1 LME 和 comex 期限价差扩大	9
3.2 内外盘价差一度倒挂	10
3.3 金银比有修复空间	11
四、市场展望	12
4.1 流动性变化与金价	12
4.2 ETF 追逐黄金是今年金价上涨最大的直接动力	13

图表目录

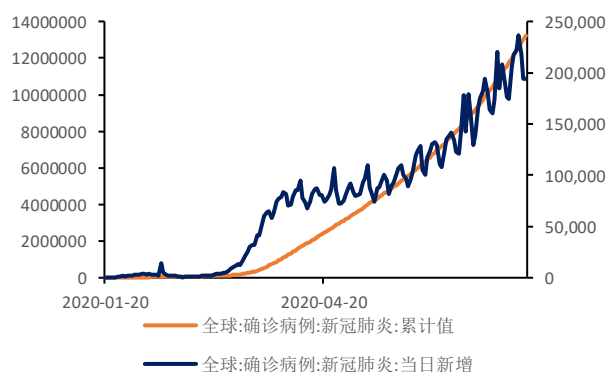
图表 1: 全球疫情还在加速.....	4
图表 2: 美、巴、印三国疫情加重	4
图表 3: 全球 PMI 底部反弹	5
图表 4: 全球经济意外指数.....	5
图表 5: 本次经济危机反弹快于上次	6
图表 6: 美国 M2 和央行资产规模大放水	6
图表 7: 美国基准利率维持 0-25bp.....	7
图表 8: 美国失业率创新高.....	7
图表 9: 名义利率维持窄幅波动	7
图表 10: 美联储的国债和 MBS 创新高	7
图表 11: 实际利率不断下滑.....	8
图表 12: 黄金和实际利率维持负相关.....	8
图表 13: Comex 持仓和金价走势劈叉	9
图表 14: 期货价差一度偏离套利空间	9
图表 15: 内外盘价差罕见倒挂	10
图表 16: 金银首饰需要急剧萎缩	10
图表 17: 金银比反应白银工业属性	11
图表 18: 风险水平回落有利于金银比修复	11
图表 19: 2008 年金融危机期间美元流动性危机	12
图表 20: 再现美元流动性危机	12
图表 21: 黄金平衡表	错误!未定义书签。

一、疫情后美国经济基本面

1.1 全球疫情

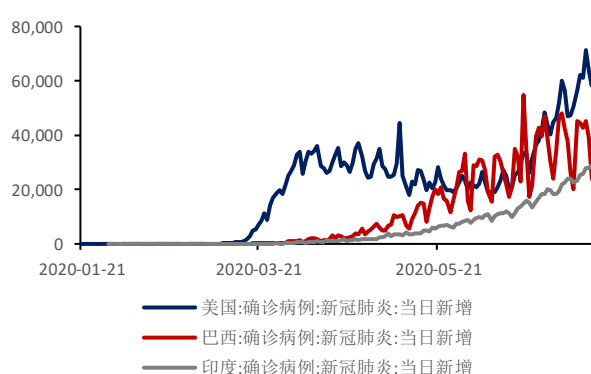
当前，虽然国内的疫情基本上得到控制，但全球的疫情还在持续，甚至在全球范围内有愈演愈烈之势。全球第一波疫情在中日韩地区爆发，第二波在欧美地区，现在主要爆发在美国、巴西、印度等国。其中美国疫情有二次抬头的趋势，美国累计确诊人数已经超过 300 万人，日增超过 6 万，是世界上疫情最为严重的地区，导致近期美股市场继续上涨发力。而巴西、印度等经济体的疫情上升也很快，巴西接近 200 万人确诊，印度也接近 100 万人确诊，而且新增人数还在持续上升之中。当前疫情已经经历了半年之久，市场对疫情的恐慌已经弱化了，但是疫情对经济的冲击却是明显的。

图表 1：全球疫情还在加速



数据来源：Wind，金瑞期货

图表 2：美、巴、印三国疫情加重



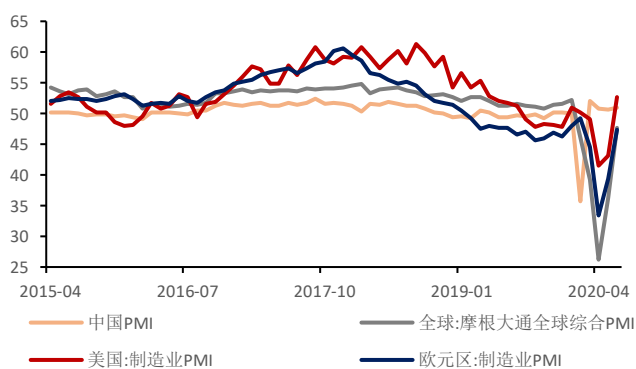
数据来源：Wind，金瑞期货

1.2 美国经济仍显韧性

在美国经济重启后，经济指标表现出有力反弹。美国经济意外指数还在继续攀升，当前已达到 224，较上周末继续上涨 36。美国经济已经出现了反弹的积极信号。6 月份美国 PMI 已经回到了 52.6，其中生产和订单都得到了很好的恢复，分别为 57.3 和 56.4，仅有就业指数仍然低于 50。6 月份的经济数据显示得益于美国经济的重启，显示其内生增长韧性依旧强劲，和美国经济意外指数 V 型反弹相符。6 月份美国的非农就业数据也表现亮眼，从 4 月份的持续负增长到 6 月份超预期增长了 480 万人，失业率恢复到了 11.1% 的水平，也显示美国经济重启后正在吸纳非农就业人数。除了制造业回归之外，6 月份的非制造业 PMI 更是大幅回升至 57.1，美国的经济重启对服务业而言有直接的提振。其中 6 月份新增订单反弹至 61.6，

就业分项虽仍低于荣枯线,但环比已有很大改善。这也显示出美国经济依靠内需拉动的韧性,但当前由于美国疫情再创新高,部分州已经开始采取限制措施,近期内美国内需的恢复或又将面临不确定性,但长期经济恢复的趋势并不会逆转。

图表 3: 全球 PMI 底部反弹



数据来源: Wind, 金瑞期货

图表 4: 全球经济意外指数



数据来源: Wind, 金瑞期货

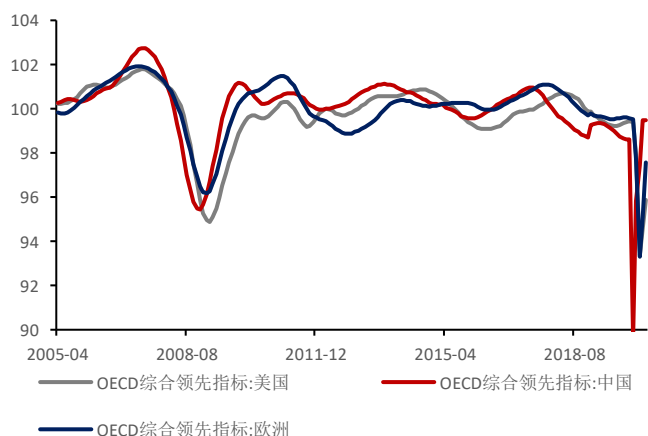
在疫情冲击下,美联储的货币政策迅速宽松,联邦基金基准利率已经下调到了 0-25bp,达到最低水平。此外,同时配合大规模的量化宽松和转移支付政策,美联储的资产规模从年初 4 万亿规模直接推升至 7 万亿,直接向公开市场注入大量流动性,缓解了美国的流动性危机。美国的 M2 货币同比增速从年初的 6.8% 直接拉升至当前的 23% 增速,大规模的货币投放造成了流动性的充裕。同时通过直接向民众每人发放 1200 美元补助金,支撑美国国内的消费。美国的这一波宽松政策十分强劲且迅速,缓解了部分美国经济下行的势头,但同时也极大的增加了美国财政的压力。从美国当前的状态来看,经济重启后各大经济指标开始有力回升,PMI 和零售等数据纷纷走强。但当前美国疫情发生了二次抬头,累计确诊超过 300 万,每日新增提升到 6 万人,疫情再次大规模爆发,或引发部分城市再度进入封闭状态。从美国各大城市的拥堵指数来看,大部分城市的拥堵指数仅为高峰的 30-50%,疫情二次抬头对于近期经济重启造成困难,但中期来看,美国内部依然有反弹的空间。

1.3 疫情之下经济周期变化

当前全球经济还在延续复苏的节奏,疫情造成的全球性经济萎缩,IMF 也预计今年全球主要国家都将进入衰退状态。但是今年的经济危机与 09 年金融危机有很大的不同,09 年是由于居民端杠杆崩溃传导至金融系统,从而引发了全球的需求端崩溃的危机,各大部门的资产负债表都急剧调整,所以经济恢复也经历了从 08-09 年长达 1 年半的时间。但是本轮疫情冲击更多的是表现在流动性上,造成各大板块的现金流危机,需求端被疫情封锁政策所限制,

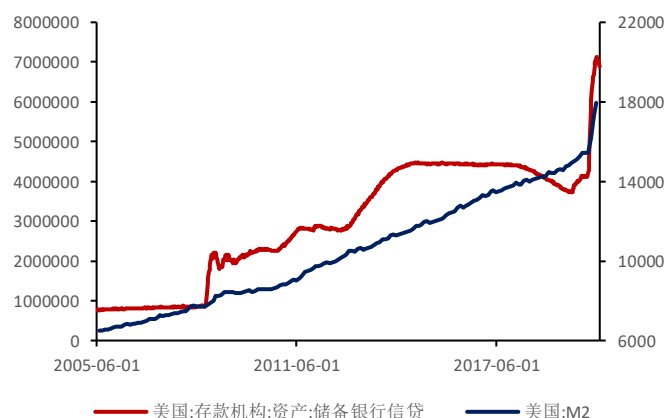
但并未消失，随着限制措施解除经济也更容易反弹。从 OECD 领先指数来看，09 年全球是“U”型反弹，而今年是“V”型反弹。从中国的恢复时间来看，中国经济在 2 月份受到疫情冲击以来，基本在 1 个季度后就基本恢复到正常水平，由于国外的疫情控制缓慢，导致经济的受影响程度长于 1 个季度，但整体上可以看出经济的恢复时间远小于 09 年的金融危机。

图表 5: 本次经济危机反弹快于上次



数据来源: Wind, 金瑞期货

图表 6: 美国 M2 和央行资产规模大放水



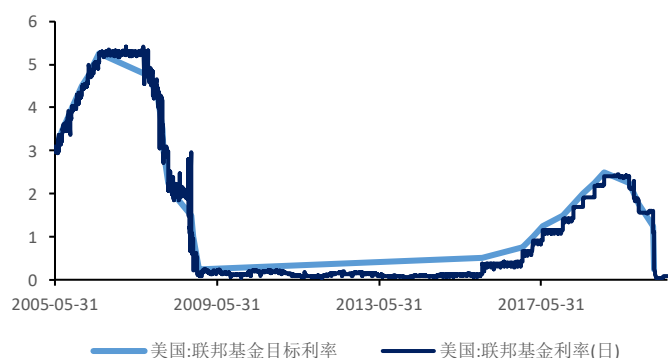
数据来源: Wind, 金瑞期货

二、利率市场变化

2.1 基准利率长期维持超低水平

当前，美联储将基准利率直接下调至 0-25bp 的水平，基本上达到了最低利率。受疫情冲击，市场一度考虑美国是否会实施负利率问题。但从美联储的点阵图的角度来看，美联储或将持续维持 0-25bp 超低利率水平直到 2022 年。这一点阵图符合当前美国面临的状态，美联储很难实施负利率政策，如果实施负利率将导致美国国内大量的货币基金被赎回。由于收益率下跌，国际市场买入美债的积极性将大幅降低，这或将导致美元体系发生深刻变化。受这些因素制约美联储很难实施负利率来提振市场。同时美联储也很难加息，美联储每次的加息周期基本上都是失业率的最低值，当失业率开始回升市场过热的时候才是美联储的加息周期开始，而当前美国的失业率高达 11.1%，已经处于历史极高值，根据美联储的预期，失业率在 2022 年也将维持 5.5% 的高位，因此美联储也没法快速进入加息周期。导致市场或将长期看到美联储将基准利率维持在 0-25bp 左右的位置，很难希望通过美联储的利率决议对金价造成影响。

图表 7: 美国基准利率维持 0-25bp



数据来源: Wind, 金瑞期货

图表 8: 美国失业率创新高



数据来源: Wind, 金瑞期货

2.2 美国长端名义利率窄幅波动

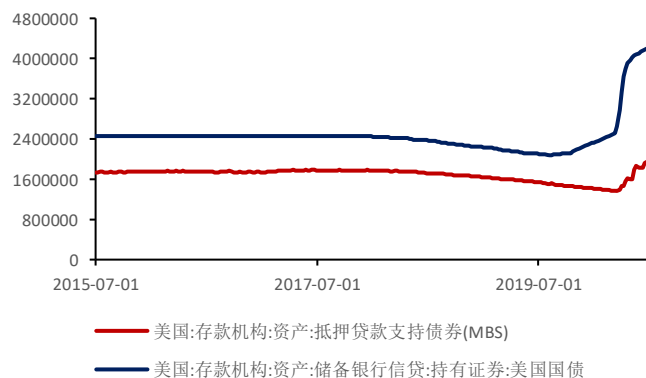
长端利率也一直受到美联储的压制, 当前美股已经得到了十分好的恢复, 但美债利率并没有出现反弹, 两者已经出现明显劈叉。原因就是在美联储不断的购债, 从而压低了美债利率, 使得近期美债利率基本上维持在 0.7% 的水平。美联储这么操作的原因是疫情加大了美国赤字和转移支付的压力, 美联储不得不维持购债来压力利率, 给美国赤字缓解压力。造成十债利率基本上只能窄幅波动。未来这个现象在疫情冲击结束前或将得到延续, 美国的名义利率基本上不会有很大变化。更多的是通过 QE 操作维持市场的流动性需求, 近期美联储资产负债表规模回落, 但 QE 仍在持续。

图表 9: 名义利率维持窄幅波动



数据来源: Wind, 金瑞期货

图表 10: 美联储的国债和 MBS 创新高



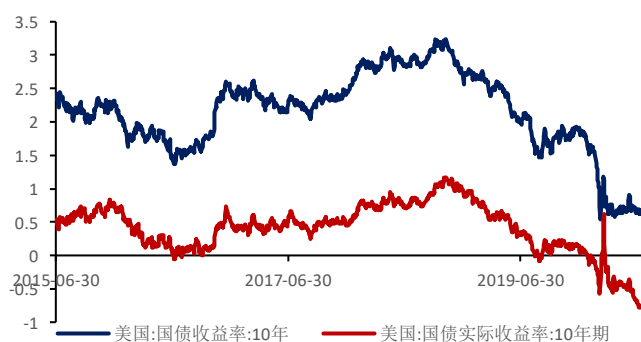
数据来源: Wind, 金瑞期货

截止至 6 月 24 日，美联储资产负债表规模达到 7.082 万亿美元，疫情前仅为 4 万亿左右的规模，迅速上涨反映了美联储向市场注入了天量资金，但同时较两周前的高点开始下降 870 亿美元。但是具体来看，美国国债及 MBS 债券的持有规模分别较前两周提升 470 亿美元和 1075 亿美元，说明美联储的 QE 政策仍在持续，且购买资产的规模未有明显缩减。缩减的部分主要来自于正向回购资产和央行流动性互换资产，主因美国境内金融市场和美国以外市场的美元流动性缓和。因此主要是这两部需求回落引起了美联储资产负债表规模的缩减，而 QE 仍然在继续，将长期为黄金价格带来支撑。

2.3 美国实际利率仍有下降趋势

美债实际收益率即为名义利率和通胀水平之差，名义利率已经保持窄幅波动，客观上维持了美联储的收益利率曲线的控制效果，但美债实际收益率却在持续下滑，近期已经下滑至 -0.76%，两者之差也印证了通胀预期的不断抬升，当前实际利率已经接近历史最低水平，但未来很有可能会突破 -0.8% 的历史低值，对于金价而言会有持续利好。不同于上一轮美债实际利率下跌是来源于名义利率回落，本轮的美债实际利率下跌更主要的动力是通胀预期上升。美国的通胀来源主要是包括四大部分，分别是能源、住房、食品和其他服务业，负油价持续回升是拉动通胀预期抬升的直接原因；6 月份美国非制造业 PMI 大幅回升至 57，未来美国主要大城市的拥堵指数还有大幅回升空间，服务业通胀水平仍有上升空间；美国房屋市场是利率敏感性市场，随着美国超低利率的延续，贷款利率下调或将带动资金流向房地产板块，住房通胀预期也将抬升。

图表 11：实际利率不断下滑



数据来源：Wind，金瑞期货

图表 12：黄金和实际利率维持负相关



数据来源：Wind，金瑞期货

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，大规模的货币投放造成了流动性的充裕。同时通过直接向民众每人发放 1200 美元补助

金，支撑美国国内的消费，但同时大量流动性带来通胀预期上升。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。

2.4 美元指数走向

今年大类资产的走势最核心的影响因素是疫情，以美股为代表的全球大类资产都得到了快速回升。道琼斯指数从3月份18000点回升到了现在的26000点，涨幅超过40%。这其中大部分是来源美国的流动性支撑，TED利差已经从高点1.4%回落到目前的0.1%，流动性风险完全解除，使得即使在美国疫情危机并没有完全解决之前，美股已经得到了很好的恢复。

美元指数曾受到流动金紧张得到了大幅提振至100上方，在流动性环节之后，当前已经下了一个台阶到了96的位置。从中长期来看，随着美联储不断的释放流动性，货币的超级宽松或将给美元带来中长期的贬值压力，叠加上新兴经济体在度过疫情危机之后，美元指数更是有走弱的压力。近期人民币也大幅升值，体现了人民币的基本面的支撑。由于中国出口没那么差且进口没那么强，贸易顺差大概率维持稳定；息差也处于四年高位，金融账户的外资流入格局可以持续。因此整个跨境资本流动到结售汇的链条都有望维持稳定，汇率基本面向好且健康，虽然近期中美的摩擦仍在加剧，但基本面上中美的十债利差已经扩大到了2.4%，套利空间加大了国部分国际资本流入中国，抬升人民币汇率，也将对美元形成被动拉低的作用。

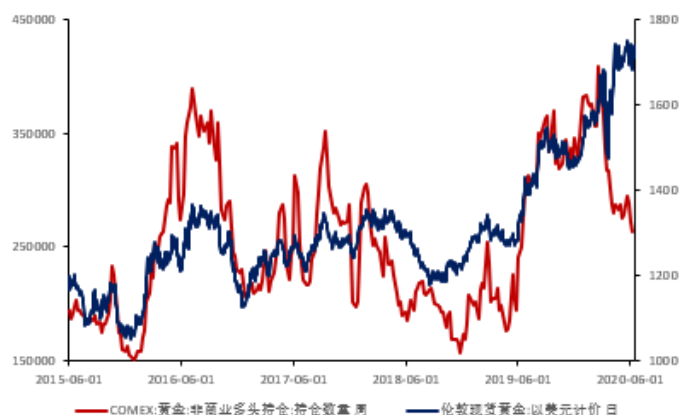
三、价差变化

3.1 LME 和 comex 期限价差扩大

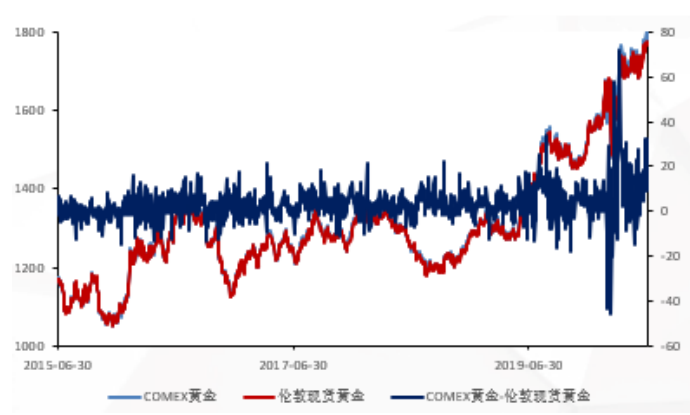
新冠疫情在全球的扩散导致位于瑞士的欧洲主要三家黄金冶炼厂停产，LBMA标准金条的出现短缺。疫情导致交割金条无法生产和运输的情况，无法交割COMEX空头平仓，逼仓发生，导致期现价差在3月末明显扩大，这在过去以往的历史中都是非常罕见的现象，COMEX期金与伦敦现货黄金的价差最大时可以达到60美元以上。由于此前全球运输给CME黄金带来了交割问题，部分银行开始退出comex金业务，导致comex金持仓和金价出现了劈叉；且Comex金和伦敦金的价差不断，出现了明显异常。本周CME宣布将在7月中旬将comex金的交割地扩大至伦敦，价差得以修复。

图表 13: Comex 持仓和金价走势劈叉

图表 14: 期货价差一度偏离套利空间



数据来源: Wind, 金瑞期货

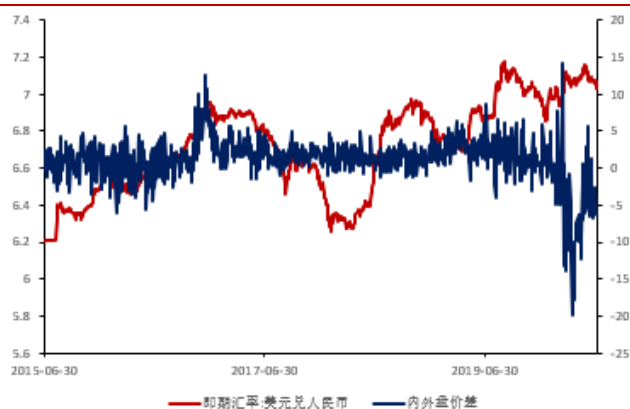


数据来源: Wind, 金瑞期货

3.2 内外盘价差一度倒挂

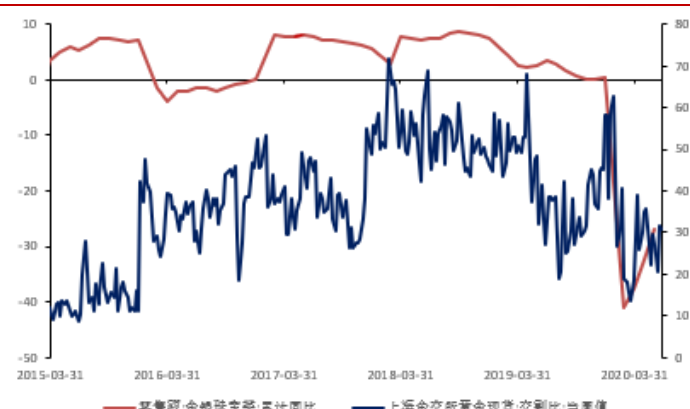
2016年,人民币贬值预期的增强,上海金跟国际金价的溢价一度超过10元/g。黄金的内外盘价差一直相对稳定,在汇率大幅波动的情况下有可能造成短期的波动。今年内外盘价差更是出现了罕见的倒挂-20元/g,但并不是汇率波动造成的。究其原因还是疫情。疫情导致了国内实物黄金需求大幅回落,缺乏强劲的现货买盘。国内的实物黄金需求不可能一直处于疲弱的状态,上金所的交割比例在移情后也大幅下跌,现货需求大幅减少,金银珠宝的销售也是大幅下跌,目前仍处于-30%的水平,拉低了现货需求。但等到疫情结束后,需求会回来的,价差会迎来修复。

图表 15: 内外盘价差罕见倒挂



数据来源: Wind, 金瑞期货

图表 16: 金银首饰需要急剧萎缩



数据来源: Wind, 金瑞期货

3.3 金银比有修复空间

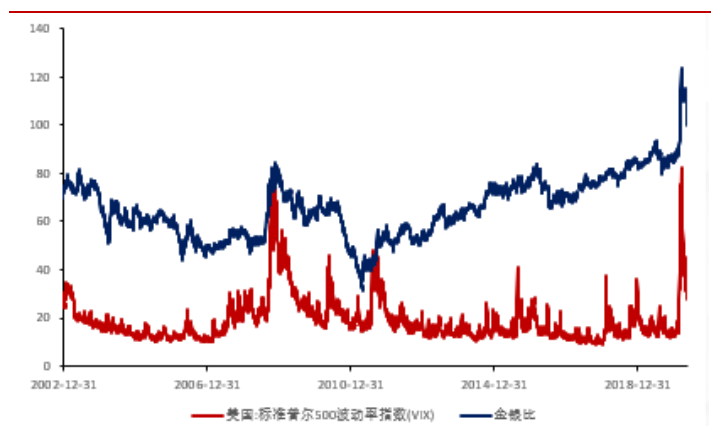
在白银的供应来源中，作为铜矿及铅锌矿副产品来源的分别占白银供应的 23%和 38%，作为金矿副产品的占 13%。而作为单独白银矿来源的占总供应的 26%。一方面，如果金银两者的金融属性一样的话，金银比部分反映了白银的工业属性，当前由于铜铅锌等矿山出现减产，白银的供给端同样出现紧张，而国内的复工复产拉动白银的工业需求，导致白银去库，利于金银比价回落。另一方面，金银两者的金融属性并不完全一样，在市场风险加大之时，市场更愿意选择用黄金作为避险资产，而并非白银。所以金银比也反映了市场的恐慌情绪。当市场恐慌时，金银比上升。当市场恐慌情绪回落时，金银比有下降的趋势。当前随着美国疫情二次抬头，美股陷入震荡，不利于短期金银比之进一步修复，但中长期来看，金银比依旧有修复的空间。

图表 17: 金银比反应白银工业属性



数据来源: Wind, 金瑞期货

图表 18: 风险水平回落有利于金银比修复



数据来源: Wind, 金瑞期货

回看近 20 年的金银比的走势可以发现，金银比在高涨之后总是会自然回归。2000 年至今的金银比均值为 65，主要区间为 40-90。过去 20 年有两次较大的金银比的起伏，都是以美国为主的经济体面临一定经济层面的衰退而出现金银比大幅上升，随后再回落的过程。两次大幅度的回落分别是 2003-2006 年期间，以及 2009-2011 年期间。2003-2006 年——黄金牛市，白银加速上涨，金银比修复。美国互联网经济泡沫危机之后，经济复苏。2009-2011 年——黄金牛市，白银加速上涨，金银比修复。金融危机后期，全球经济复苏。2020 年——金银比是否会在危机之后回落？

2003-2006 年期间，以及 2009-2011 年期间，都经历了经济衰退，一方面开启了贵金属在危机到来时的避险属性，另一方面白银的工业属性遭受打压，从而使得白银在这两段时间内的走势都弱于黄金，也是导致金银比大幅上升的主要原因。

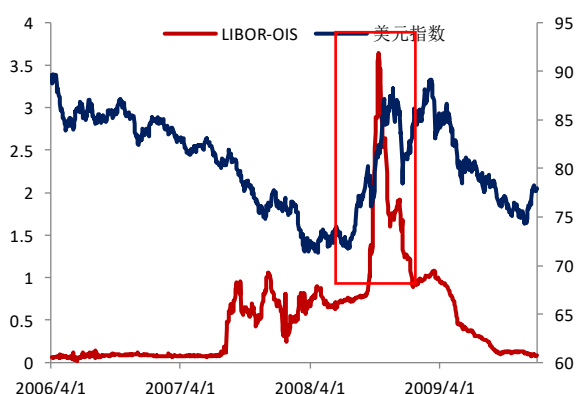
我们可以发现在 2001-2002 年和 2008 年这两段时间内，美国制造业 PMI 都长时间低于 50 的荣枯线水平，正是在美国经济处于衰退阶段时，金银比容易出现大幅的波动。换言之，在经济衰退阶段，黄金价格进入上涨阶段，而白银价格相对较弱，导致了金银比的上涨。而在美国经济衰退的末端或者复苏的初期，金银比将会快开始出现回落。这也可以理解为，经济衰退末期，政策加码，经济预期好转，白银工业需求将回暖，从而导致了金银比的回落。因此我们也可以乐观预期，此次疫情影响导致的金银比大幅上行，预计在疫情得以控制，经济复苏之时，金银比有望高位回落

四、市场展望

4.1 流动性变化与金价

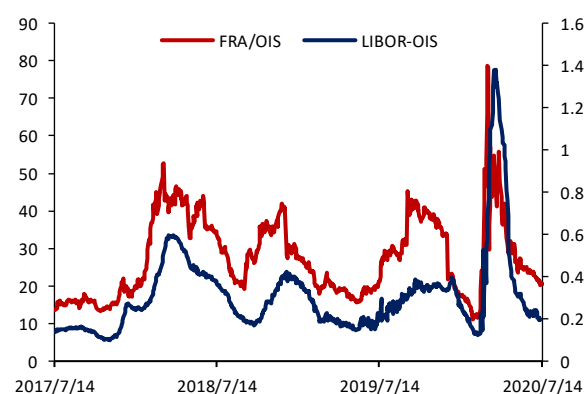
回顾历史可以发现，2008 年金融危机时期，黄金价格走势和 3 月有些类似。从时间轴上来看，2008 年 9 月为雷曼兄弟破产开始引发金融危机之时，美国资本市场发生了类似今年 3 月份的恐慌性下跌及踩踏事件。Libor-OIS 在短时间内大幅走高，美元指数也跟随走高。彼时，美元流动性也遭遇短缺的问题，同样黄金短时间遭到抛售用于补充美元流动性。2008 年 10 月中旬，Libor-OIS 利差（伦敦同业拆借利率与隔夜指数互换利差）最高突破 3.5%，在美联储流动性工具投放以后，Libor-OIS 利差回到了 1% 以下，流动性逐渐恢复。在那之后，因为低利率叠加持续宽松的货币政策反弹致使黄金开启了一轮牛市。从 2009 年初开始，经历美联储连续三轮 QE，黄金价格从 710 美元/盎司的低点一路上涨至 2011 年 9 月的 1895 美元/盎司的历史峰值，涨幅达到 167%。

图表 19：2008 年金融危机期间美元流动性危机



资料来源：Wind, Bloomberg, 金瑞期货

图表 20：疫情期间再现美元流动性危机



资料来源：Wind, 金瑞期货

回看今年3月，也是在美联储将利率降至0并退出QE开始，美元流动性得到了恢复。如今美联储操作和当年如出一辙，不同点在于如今QE规模更大，更迅速。叠加美国因为政府部门杠杆率较高，财政政策实施空间小的因素。在后疫情时代和后经济危机时代体现出很多类似的特征，贵金属市场的偏积极的宏观背景也是如此。

4.2 ETF追逐黄金是今年金价上涨最大的直接动力

根据世界黄金协会的统计，受疫情影响，矿山产和回收金都受到了巨大影响，供应下滑明显。一季度黄金总供应量为1066吨，同比减少42万吨，一季度黄金缺口18.9万吨，主要是受来自于ETF的强力需求带动。黄金支持的ETF（黄金ETF）吸引了大笔资金流入（+298吨），是拉动黄金上涨的最大动力。二季度ETF的黄金需求还在持续上升，黄金投资需求大幅上涨，主要还是得益于利率的变化。与此同时，受疫情情况，中国、印度的黄金首饰需求大幅下跌，一季度黄金的首饰消费同比下滑了200吨，消费出现了巨大断崖。中国金银珠宝类饰品零售在2月份暴跌至-41%，而2月份国年是传统的黄金消费旺季，从2月份到现在，中国的金银零售仍然在持续下滑，5月份的当月同比零售仍然是-4%的增长，显示出今年上半年中国贵金属消费持续低于去年。由于今年过年消费旺季被疫情打乱，而且金银消费并没有相日常消费品一样快速回升，预计下一波补充消费将在明年体现，现货需求回升或形成对金价的提振。第一季度全球黄金储备增加了145吨。但是俄罗斯宣布将从4月起暂停长期购买计划，这标志着全球净购买量或将下降，央行购金速度或将放缓。

图表 21：黄金平衡表

	2015	2016	2017	2018	2019	2019年第1季度	2019年第2季度	2019年第3季度	2019年第4季度	2020年第1季度
供应量										
金矿产量	3,313.5	3,427.5	3,456.5	3,528.7	3,479.6	816.9	850.7	903.3	908.7	795.8
生产商净套保	12.9	37.6	-25.5	-12.5	21.3	-1.5	49.0	-1.5	-24.6	-9.7
回收金	1,121.4	1,281.5	1,156.1	1,177.6	1,311.5	293.0	315.6	362.8	340.2	280.2
总供应量	4,447.7	4,746.6	4,587.1	4,693.8	4,812.4	1,108.4	1,215.3	1,264.5	1,224.2	1,066.2
需求量										
加工品										
金饰 ¹	2,478.2	2,017.4	2,256.4	2,283.1	2,134.5	537.4	554.3	479.4	563.3	337.1
科技	331.7	323.0	332.6	334.8	326.6	79.9	80.8	82.1	83.8	73.4
加工量小计	2,809.9	2,340.4	2,588.9	2,617.9	2,461.1	617.3	635.2	561.5	647.1	410.5
金条和金币总需求量	1,091.7	1,073.3	1,046.6	1,092.3	871.3	257.6	219.3	148.0	246.3	241.6
黄金ETFs及类似产品 ²	-129.3	541.2	271.2	75.0	403.6	42.9	76.1	259.2	25.4	298.0
各国央行和其他机构 ³	579.6	394.9	378.6	656.2	648.2	157.0	235.0	148.3	107.9	145.0
黄金需求（制造基础）	4,351.8	4,349.8	4,285.4	4,441.4	4,384.1	1,074.8	1,165.6	1,117.1	1,026.7	1,095.0
顺差/逆差	95.9	396.8	301.7	252.4	428.3	33.6	49.7	147.5	197.5	-28.9
总需求	4,447.7	4,746.6	4,587.1	4,693.8	4,812.4	1,108.4	1,215.3	1,264.5	1,224.2	1,066.2
LBMA黄金价格（美元/盎司）	1160.06	1250.8	1257.15	1268.49	1392.6	1,303.8	1,309.4	1,472.5	1,481.0	1,582.8

数据来源：统计局，金瑞期货

4.3 市场总结与展望

在后疫情阶段，美联储既无法继续降息，也不会贸然加息，美国或将面临长期基准利率维持在 0-25bp 左右得局面。长端利率也一直受到美联储的压制，主要在于美联储不断的购债，从而压低了美债利率，美债名义利率基本上维持在 0.7% 的水平。美国名义利率维持不变，通胀预期上升，是导致美债实际利率下行的重要因素，也奠定了贵金属上涨的基础，核心运行区间为 1800-1900 美元/盎司。

新冠疫情在全球的扩散导致位 comex 黄金交割出现困难，导致逼仓发生，期现价差在 3 月末明显扩大，CME 宣布将在 7 月中旬将 comex 金的交割地扩大至伦敦，价差将得以持续修复。今年内外盘价差罕见倒挂，但并不是汇率波动造成的。疫情导致了国内实物黄金需求大幅回落，缺乏强劲的现货买盘。等到疫情结束后，需求会回来的，内外盘价差会迎来修复。当前由于铜铅锌等矿山出现减产，白银的供给回落，利于金银比价回落。此外，全球市场从疫情风险中逐步走出，也有助于比值回落，金银比或将持续修复，未来比值有望跌回到 90 以下。

策略建议：下半年贵金属依然会有上涨得基础，方向上建议做多黄金，核心的波动区间在 1800-1900 美元/盎司。同时，关注期现以及内外盘价差回归的机会，以及金银比继续修复的机会。

风险点：中美摩擦缓解，资本市场风险偏好回升。

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人受到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市彩田路东方新天地广场 A 座 32 层

电话：400-888-8208