

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（半年报）

择机而动，顺势致远

张晨

宏观战略部



■ 内容摘要

张晨

贵金属分析师

期货从业资格号：

F0284349

投资咨询从业证书号：

Z0010567

370329787@qq.com

一德宏观战略部

电话：(022) 58298788

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区信达广场 16 层

邮编：300051

上半年，新冠肺炎疫情成为影响贵金属行情走势的主线，受避险情绪推动，黄金创近 9 年新高。而国内金价由于内需疲软，溢价转负。流动性危机令金银、金油比价整体呈现宽幅震荡格局。

展望下半年，我们认为：**宏观不确定性方面**，受疫情二次爆发影响，美国三季度经济数据有望再度转弱，这也能从 GDP 增速领先指标美国 CEO 经济展望指数对前者的引领规律上得到了印证。**持有成本之利率方面**，通过目前的开放式购债以及释放鸽派政策措辞引导市场预期，可基本实现收益率曲线控制工具的效果，名义利率向上空间较为有限。通胀预期在经历快速反弹和缓慢修复两阶段后，已接近疫情爆发前水平，继续修复有赖于通胀传导链条恢复正常。但在美国疫情反复拐点短期无望的情况下，需求端将继续被抑制，通胀预期进一步上修动能减弱，空间亦有限。综合考量，下半年实际利率的走势可能较为纠结，震荡下行或被区间震荡的走势所取代，不排除重心出现小幅上移，与 2012 年下半年较为类似。而基于上述走势，利率端对黄金的抑制作用开始逐渐增强。美国总统大选风险事件会对名义利率造成扰动，主要基于选举结果出炉后风险资产可能出现剧烈波动的历史规律以及选举前现任总统特朗普或为寻求支持率回升增大连任概率采取超常规措施两个维度考量。**持有成本之美元汇率方面**，在三季度美国经济数据大概率受拖累的情况下，其相对优势或将难以维系，美元也将因此承压。中期看，超常规购债措施将降低美债配置吸引力，赤字飙升令美元信用降低，加之目前美汇仍处于相对高位，中期较大的下行空间对贵金属维持价格强势而言较为有利。**资金面方面**，CFTC 黄金投机净多持仓的超买状态在上半年得到了明显修复，持仓水平从历史最高的 35 万张快速下滑至 20 万张附近；而年内白银投机净多持仓水平不及 2017 年，对应银价总体涨幅有限。**供需层面**，上半年，金银供需面最大的亮点在于投资需求特别是虚拟投资需求激增，随着金银 ETF 持仓水平不断攀升，对价格支撑更为持久和强劲。从供需总体情况看，二者投资需求增量可完全抵消饰品、工业等实物需求出现的下滑，同时部分产区采矿生产受到疫情影响中断，使得供给端出现一定程度收缩。但随着价格不断攀升，投资需求边际增速可能面临放缓，而采矿生产随着逐步解封有望恢复，因

此，上半年的供不应求状况有望在下半年得到改善，对价格的边际支撑也将减弱。

总体上看，相较二季度而言，我们对下半年贵金属多头行情更偏向谨慎，但暂不至于动摇黄金多头根基，整体节奏上或呈现先扬后抑走势。预计黄金相对白银仍会受到更多青睐，盘面波动可能较二季度明显加剧。为应对持续上涨后可能出现的阶段性调整，择时便显得尤为重要。鉴于目前贵金属价格已处于相对高位，右侧追多风险也会较二季度明显放大。

交易策略上，维持推荐逢回调买入黄金的策略。具体价位上，纽期金中线参考 1650 下方逢低分批买入，1523 作为中线多空分界线；中短线需关注 1804 点位的支撑/阻力作用，技术上站稳此点位则有望继续向上攻击 2011 年历史高点 1923。

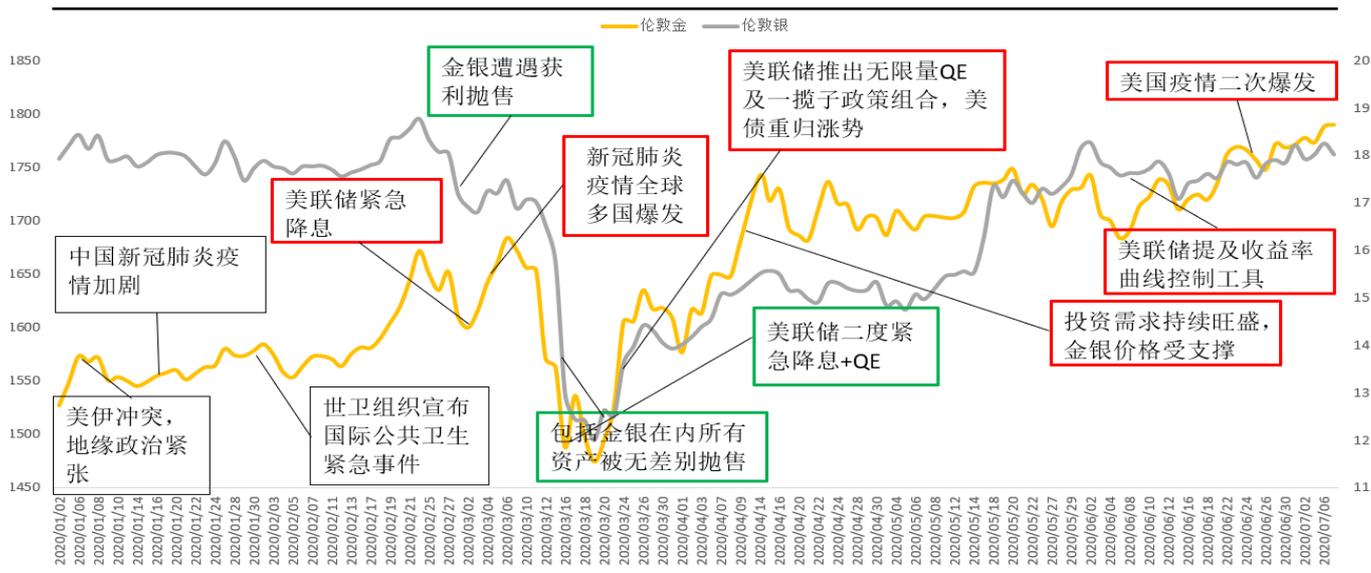
目 录

1. 2020 年上半年行情回顾.....	1
1.1 贵金属走势回顾.....	1
1.2 商品比价走势分析.....	2
2. 贵金属 2020 年上半年影响因素分析及展望	2
2.1 从骤停到“带病”复工 三季度美国经济前景仍不乐观.....	3
2.2 联储考虑推出收益率曲线控制工具 实际利率或由震荡下行切换为区间震荡	4
2.3 防疫态度差异扭转经济相对“优势” 美元回调逻辑有望进一步强化	6
2.4 CFTC 黄金投机净多持仓得到显著修复.....	7
2.5. 金银投资需求创纪录激增 下半年供需缺口有望进一步收窄	8
3. 总结、策略及风险提示：	9
3.1. 观点归纳.....	9
3.2. 交易策略.....	10
免责声明	12

1. 2020 年上半年行情回顾

1.1 贵金属走势回顾

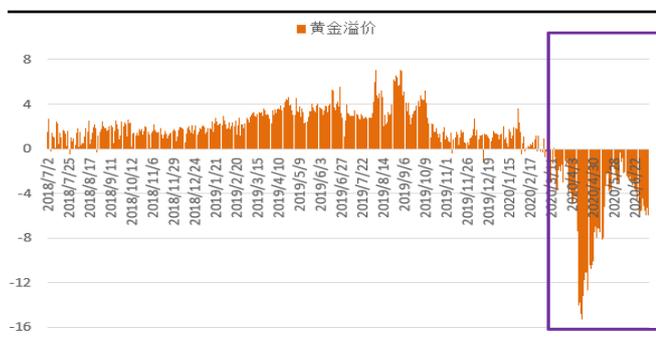
图 1.1：2020 年上半年金银走势回顾



资料来源：wind，一德宏观战略部

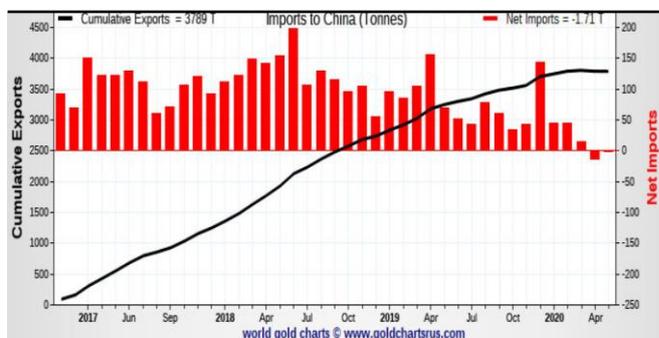
2020 年上半年，受新冠肺炎疫情在全球范围内传播的影响，市场避险情绪持续升温，驱动金银价格走势分化愈加明显：黄金连续 7 个季度录得上涨，年内大涨 18.3%；而白银仅上涨 3.74%，一季度一度创下近 11 年新低；金银比价快速急拉突破 120 整数关口，随后在风险偏好回升、通胀预期修复等因素推动下回落至 100 下方。

图 1.2：国内黄金溢价



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 1.3：内外需求差异令国内黄金由净进口转为净出口



资料来源：www.goldchartsrus.com，一德宏观战略部

尽管上半年人民币小幅贬值，但由于金价高企和疫情双重影响，国内现货需求孱弱，内盘黄金溢价大幅滑落至历史低点，令国内金价涨幅明显弱于外盘，沪金指数上半年上涨 15.67%。

1.2 商品比价走势分析

图 1.4：金银比价



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 1.5：金油比价



资料来源：wind，一德宏观战略部

2020 年上半年，金银比和金油比均呈现冲高回落的宽幅震荡格局。

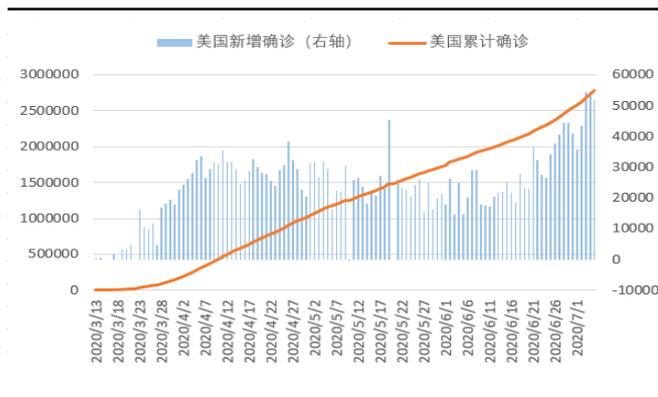
黄金白银比价：主要用以衡量（美国）风险情绪和通胀相对强弱。疫情的出现极大程度打压了市场风险情绪和通胀预期，流动性压力更是将上述抑制作用无限放大。在美联储无限托底的救市政策出台后，风险和通胀的天平逐渐恢复平衡并开始向通胀一端倾斜。但从目前看，通胀预期已较为接近疫情爆发前的水平，加之下半年疫情、地缘政治和美国总统大选等仍存在较强不确定性或令风险重于通胀，金银比价重心有望企稳回升。

黄金原油比价：由于原油价格变化极大程度影响通胀预期，并进一步传导影响黄金价格，故两大资产存在较大关联，且比价多数时间运行在 10-30 之间。2020 年上半年，受疫情及 OPEC+ 谈判破裂对原油供需链条显著性破坏影响，金油比价大幅拉升，随着油价主力合约自低于 10 美元/桶的低位开始反弹，金油比自 120 高位迅速回落至 40 一线，后期走势仍主要取决于疫情发展和原油供需博弈等情况。

2. 贵金属 2020 年上半年影响因素分析及展望

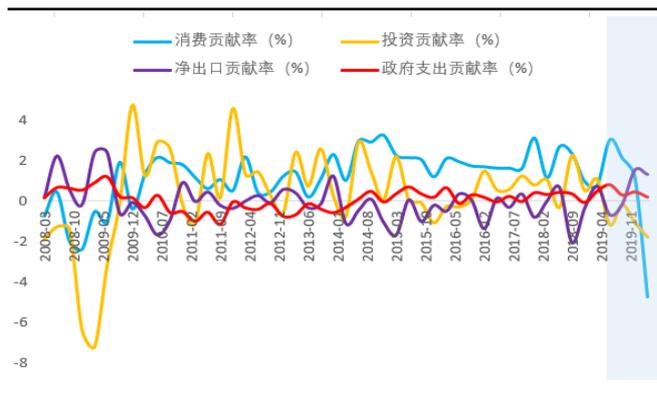
对于贵金属，本报告重点聚焦以下四方面价格影响因素：一是宏观层面的不确定性。重点关注疫情对（美国）经济的影响。二是持有成本角度。重点关注利率（美国实际利率）和汇率（美元）。三是资金情绪角度。关注反映中短期资金情绪的外盘期货 CFTC 持仓变动情况。四是供需角度。结合世界黄金协会和白银协会最新公布的数据（预测）情况，重点关注供需总体情况及边际变化较大的分项数据。

图 2.1：美国新冠肺炎新增确诊及累计确诊人数



资料来源：WHO，一德宏观战略部

图 2.2：消费等分项对美国 GDP 拉动贡献率 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

2.1 从骤停到“带病”复工 三季度美国经济前景仍不乐观

2020 年上半年，伴随新冠肺炎疫情在全球范围内爆发和蔓延，各国陆续采取了封锁边境、居家隔离等防控措施令经济陷入停摆，但执行力度和持续时间的区别令措施效果差异明显。如对于中、韩、欧相对执行较为严格，审慎推进复工的经济体，自封闭隔离措施执行开始历经不足 1 个月，疫情便得到了初步的控制；而美国却并未成为如是的正面典型。从疫情爆发伊始的防控动作迟缓令第一波疫情历时 2 月有余方现拐点，后又在日增 2 万以上确诊病例的情况下草率复工，此外加之种族骚乱影响，引致 6 月下旬第二波疫情开始集中爆发。最新的数据显示，美国单日新增病例数已逼近 6 万大关，远超第一轮疫情，拐点仍遥遥无期。这也使得经济停摆横跨一、二两个季度，部分地区甚至将会延伸到三季度，势必会拖累经济复苏。从已公布的一季度 GDP 分项数据来看，美国经济构成占比第一的消费受疫情影响下滑最为明显，其次为投资。伴随一篮子刺激政策的推出及 5 月启动复工，上述数据急跌后迎来快速反弹，但恐将受到二轮疫情爆发的负面影响使得持续性存疑。

还需注意的是，临近四季度美国总统大选特朗普政府恐将以牺牲疫情反复为代价寻求动用快速拉动经济复苏的一切办法，为竞选连任作殊死一搏。因此，美国继续采用封锁隔离等高强度防控措施概率较小，而消极防控短期内可能助长经济复苏，但势必会延长疫情影响时间，也会为经济后续复苏制造障碍。目前，第二波疫情爆发已使部分州延缓进一步解封甚至考虑重启居家隔离，将会对三季度经济数据产生一定负面影响，影响程度取决于控制二轮疫情所需要花费的时间。

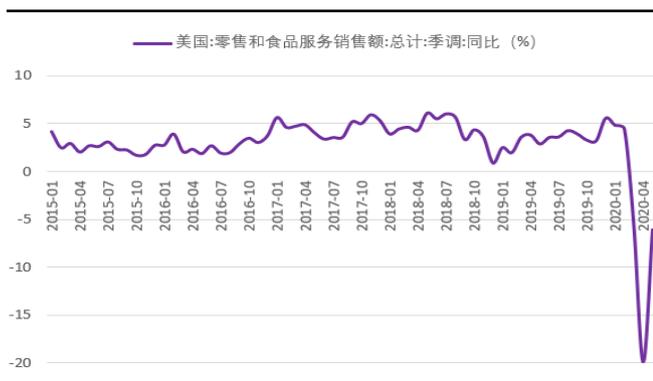
而从 GDP 增速领先指标美国 CEO 经济展望指数对前者的引领规律看，似乎可以印证我们对于三季度经济看淡的观点。由于存在“CEO 经济展望指数拐点出现前，GDP 增速拐点难以实现”的历史规律，因此即便三季度前者开始回升，GDP 增速拐点也会晚于三季度。从这一点看，也就不难理解美联储为何在经济重启、经济数据快速反弹后仍审慎作出维持零利率和资产购买不退坡的决定，乃至考虑推出收益率曲线控制工具。

2.2 联储考虑推出收益率曲线控制工具 实际利率或由震荡下行切换为区间震荡

今年上半年，在避险情绪支撑下，10年期美债利率震荡下行。自3月流动性危机及美联储无限宽松政策实施以来，名义利率振幅明显收窄，二季度总体收涨，但涨幅弱于通胀预期修复，从而驱动实际利率震荡下行，再创新年内新低。

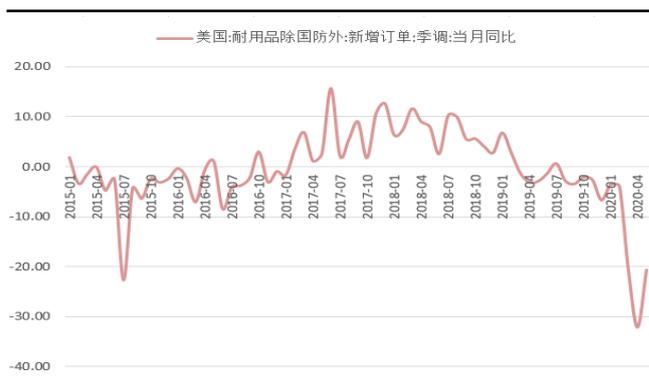
2008年以来，美联储执行定量QE期间，10年期美债利率呈现先涨后跌总体收涨的格局。而此次美联储无限QE后名义利率波动幅度小于以往。随着5月美国开始复工，市场风险偏好明显提升，驱动名义利率一周内由0.6%快速反弹到0.9%上方，一度拉动美联储观察工具对6月FOMC会议加息概率作出了15%的定价。为此，美联储6月会议声明和主席新闻发布会均释放鸽派措辞安抚市场，提出考虑动用收益率曲线控制工具确保利率低于区间上限，避免因过快走高抑制经济复苏甚至引发企业信用违约风险等事件发生。而从目前看，美联储呵护名义利率维持在低位的态度十分坚决，特别是为应对6月初利率快速反弹不仅进行了“窗口指导”，还与靶向明确的开放式购债相结合，几乎已实现了收益率曲线控制工具的政策效果。从这一点来看，即便美联储下半年未正式推出收益率曲线控制工具，名义利率上行空间也极为有限，维持目前低位震荡格局的概率较大。

图 2.3：美国零售销售月同比（%）



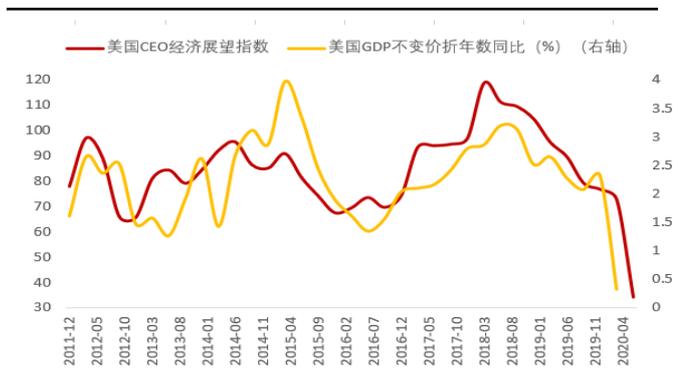
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.4：美国扣除国防耐用品新订单月同比（%）



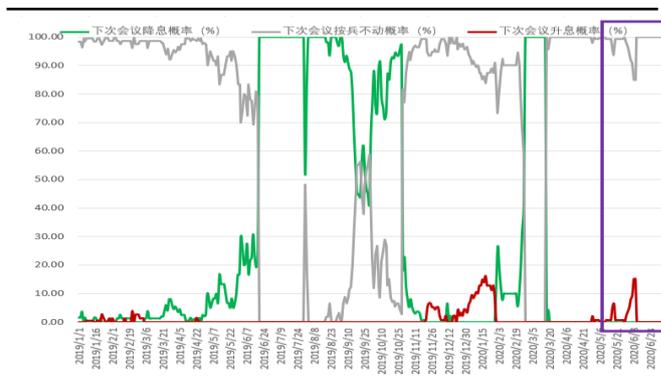
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.5：美国 CEO 经济展望指数与 GDP 同比增速（%）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.6：CME 美联储观察（%）

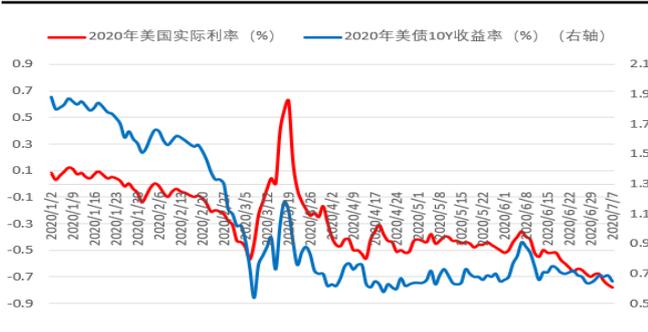


资料来源：wind，一德宏观战略部

通胀预期层面，不确定性在逐渐加强。此前，我们预计二季度通胀预期缓慢修复是基于海外疫情初步得到控

制后经济重启带来的需求改善以及油价处于历史低位继续大幅下行空间有限这两大前提作出的判断。但经过后流动性危机以来的快速反弹及5月下旬以来的缓慢修复，目前通胀预期已接近美国疫情全面爆发前的水平，继续上行有赖于疫情缓解后通胀传导链条恢复正常。但从目前看，在美国疫情再度加剧短期拐点无望的情况下，距离消费水平回归常态化仍有一定距离，这将使得需求层面被抑制的状态延续，预计下半年通胀预期进一步修复的动能将减弱，向上空间亦有限。

图 2.7：2020 年 10Y 美债利率和实际利率 (%)



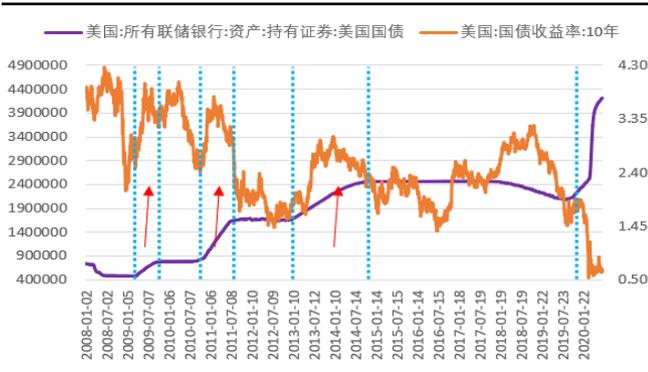
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.8：2020 年美国通胀预期 (%) 与油价



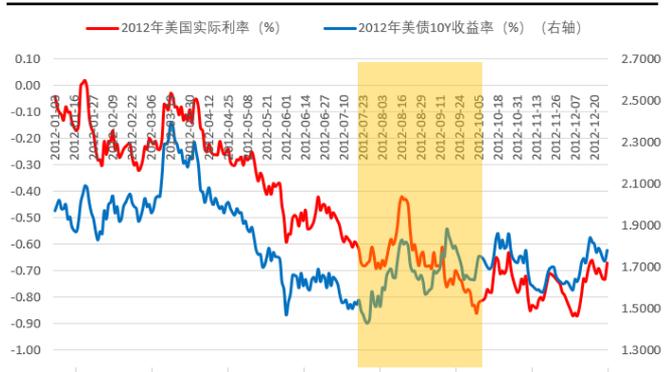
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.9：美联储持有美债总规模与 10Y 美债利率 (%)



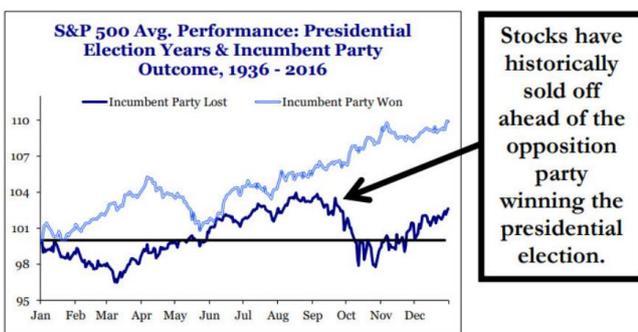
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.10：2012 年 10Y 美债利率和实际利率 (%)



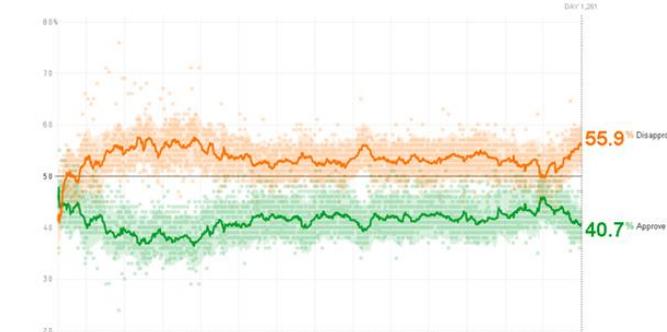
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.11：1936 年后现任总统连任失败后标普下挫 (%)



资料来源：互联网，一德宏观战略部

图 2.12：美国现任总统特朗普支持率和不支持率 (%)



资料来源：www.fivethirtyeight.com，一德宏观战略部

基于以上分析，我们认为，下半年实际利率的走势可能较为纠结，节奏上区间震荡有望取代震荡下行，不排除

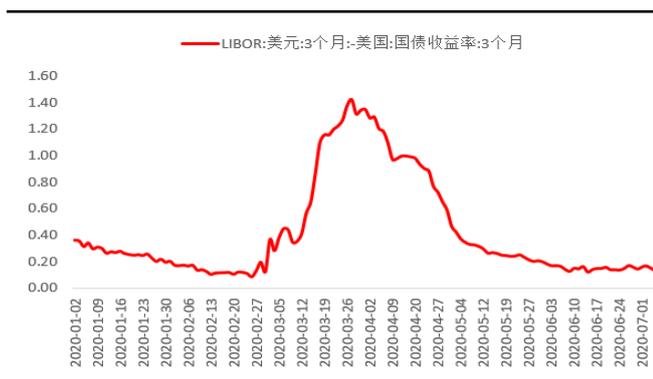
除重心出现小幅上移的情况，这与 2012 年下半年较为类似。而基于上述走势，对黄金的抑制作用将逐渐增强。

此外，美国总统大选对市场情绪的影响十分巨大，将会在一定时期内左右名义利率方向。一方面，市场会对大选揭晓之日起的一段时间内作出反应，如参考历史规律，在任总统连任失败后，美股在一段时间内将面临明显的回调压力。另一方面，鉴于目前在任的总统特朗普支持率不断下滑，胜选概率一再降低，无法排除其通过采取寻求地缘政治冲突等手段以期达到连任目的的可能性，上述不确定性可能会在大选前后的一段时期内使得黄金和美债等避险资产受到追捧。

2.3 防疫态度差异扭转经济相对“优势” 美元回调逻辑有望进一步强化

上半年，美元指数总体呈现冲高回落的震荡走势。特别是二季度以来，伴随流动性压力逐渐缓解，紧平衡状态大为改观。我们看到，衡量银行间市场流动性压力指标的泰德利差和企业信用违约风险的美国高收益企业债期权调整利差 3 月以来维持震荡下行，目前已回到疫情爆发前的低位水平。

图 2.13: 泰德利差 (%)



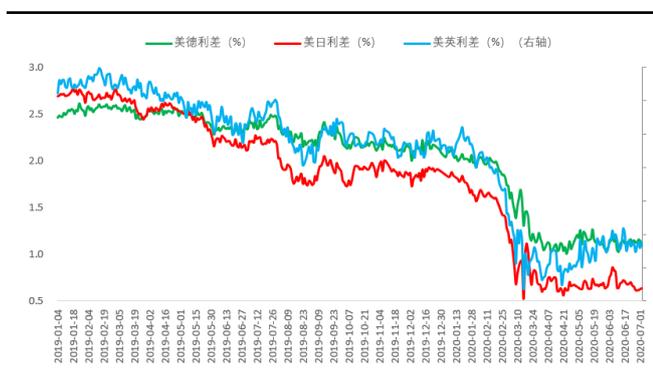
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.14: 美国高收益企业债期权调整利差 (%)



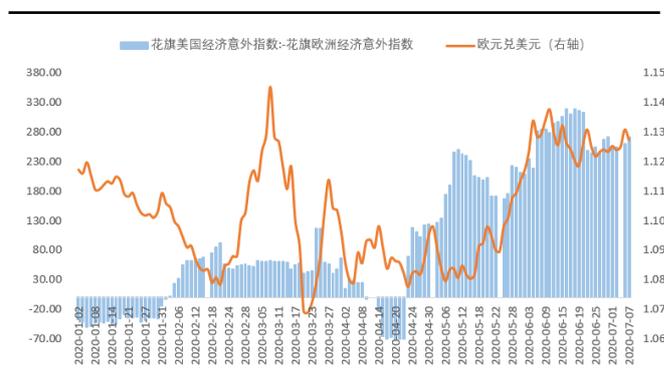
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.15: 美国与主要经济体息差 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.16: 美欧花旗经济意外指数差值与欧元走势



资料来源: wind, 一德宏观战略部

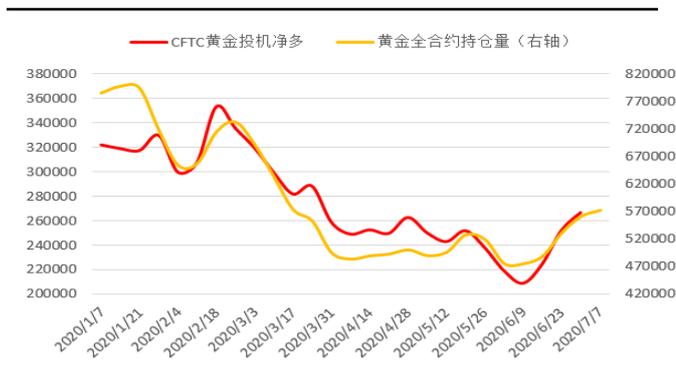
从疫情角度看，美国疫情整体发展节奏滞后于欧洲，但防控态度消极，解封又相对较早，经济数据短期反弹力度较大，其数据比之欧洲的相对优势使得花旗经济意外指数在上半年持续偏强。6 月末以来，美国疫情二次爆

发可能会对随后的经济数据形成一定拖累，比之欧洲的相对优势恐将缩水，美元指数也将面临一定回调压力。

中期来看，美联储超常规购债举措一方面令美债配置吸引力减弱，同时由于赤字飙升令美元信用下降，加之目前仍处于相对高位，其回调逻辑有望从流动性压力缓解单因素驱动转变为流动性压力缓解和经济数据相对领先优势缩水双因素共同驱动，而其持续下行对贵金属而言较为有利。

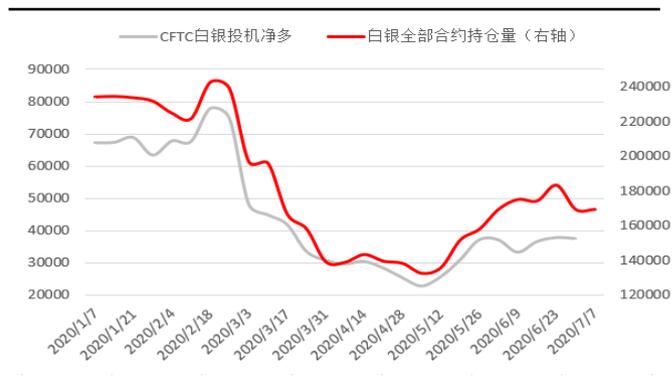
2.4 CFTC 黄金投机净多持仓得到显著修复

图 2.17: CFTC 黄金投机净多持仓与纽期金总持仓（张）



资料来源：CME、wind，一德宏观战略部

图 2.18: CFTC 白银投机净多持仓与纽期银总持仓（张）



资料来源：CME、wind，一德宏观战略部

外盘期货市场上，看多贵金属的情绪从领涨品种黄金的投机净多持仓数据可见一斑。今年上半年，CFTC 黄金投机净多持仓一度达到 35.4 万张的历史最高水平，同期全部合约总持仓亦逼近 80 万张，一方面表明资金做多热情高涨，但也暗示多空分歧为历史之最。随后，伴随流动性危机，黄金遭到抛售，投机净多持仓自高位回落超 40% 至 20 万张（其中投机多头减仓为主，投机空头小幅增仓）附近，超买情绪得到明显修复；同期纽期金总持仓也快速下滑至 47 万张一线，减持亦超 40%。二季度以来，CFTC 投机净多持仓一直运行在 20-25 万张区间内，多空均未明显发力，间接使得纽期金价格波动有限。而相较黄金而言，白银投机净多持仓和总持仓水平年内表现稍弱，低于历史最高纪录水平，对应银价涨幅有限。

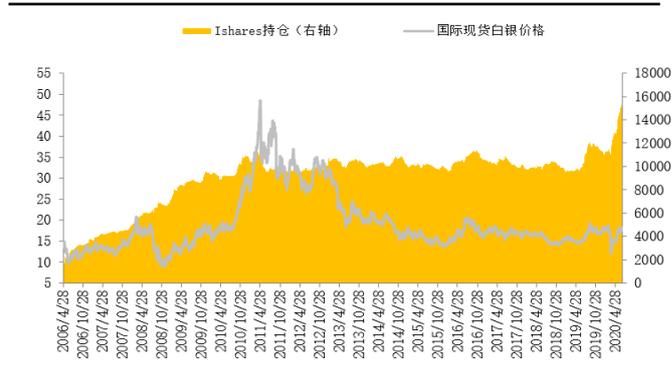
展望下半年，我们仍可通过跟踪 CME 公布的高频总持仓数据对滞后公布的 CFTC 投机净多持仓进行大致的估测。而从 6 月以来的持仓数据看，黄金显然更受资金青睐，总持仓一度连续 11 个交易日出现净增加，价格震荡上行创近 9 年新高，而白银资金流入相对有限，价格走势明显弱于黄金。

图 2.19：全球黄金 ETF 季度流量（吨）与金价



资料来源：世界黄金协会，一德宏观战略部

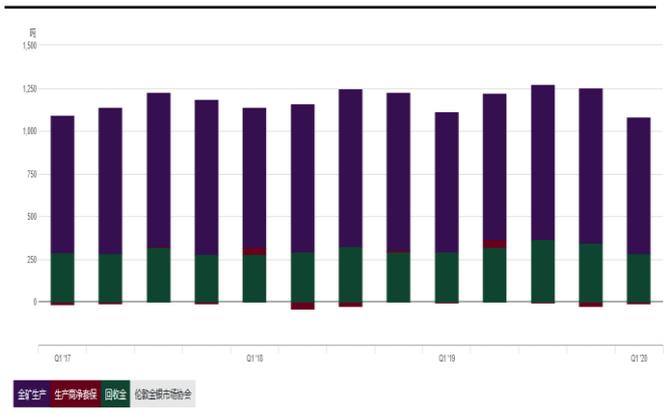
图 2.20：安硕白银 ETF 持仓量（吨）与银价



资料来源：wind，一德宏观战略部

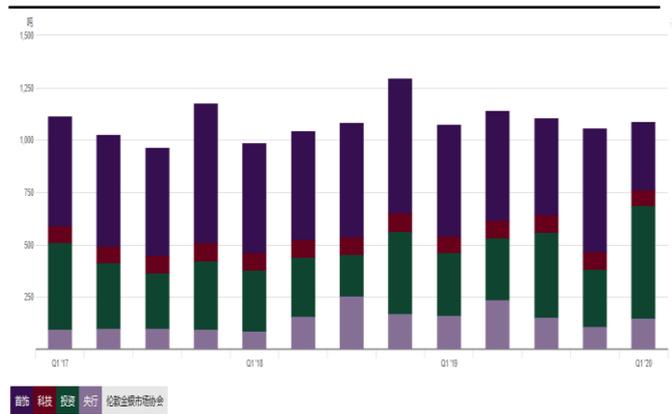
2.5. 金银投资需求创纪录激增 下半年供需缺口有望进一步收窄

图 2.21：全球季度黄金供给（吨）



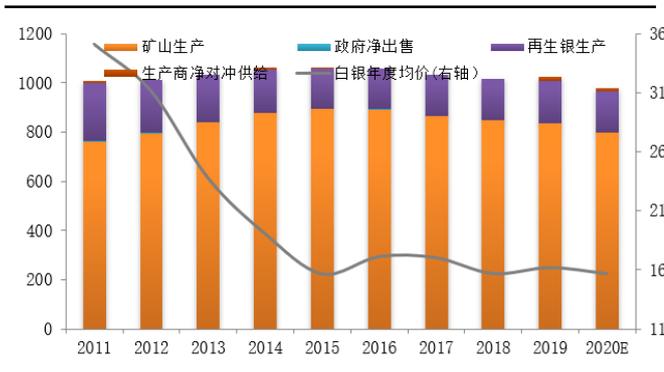
资料来源：世界黄金协会，一德宏观战略部

图 2.22：全球季度黄金需求（吨）



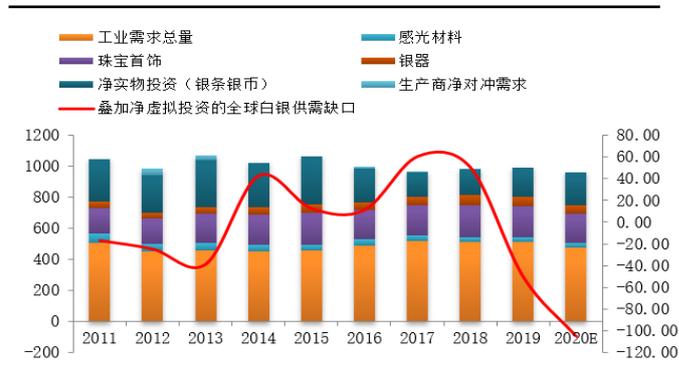
资料来源：世界黄金协会，一德宏观战略部

图 2.23：全球年度白银供给及年度均价（百万盎司）



资料来源：世界白银协会，一德宏观战略部

图 2.24：全球年度白银需求及供需缺口（百万盎司）



资料来源：世界白银协会，一德宏观战略部

2020 年上半年，金银虚拟投资需求增幅明显。全球黄金 ETF 及类似产品持仓在上半年净增 742 吨，合计净流入超 395 亿美元，为史上最高。这同时表明在如此高的均价情况下资金仍持续青睐黄金。从区域买入情况看，

北美净买入量排名全球第一，远超欧洲和亚洲，最主要的原因可能是受美联储无限宽松政策影响，美债等避险资产配置吸引力下降，资金加大了对黄金等资产的配置力度。而白银方面，尽管上半年银价一度创下近 10 年以来新低，总体表现弱于黄金，但世界上最大的白银 ETF——安硕白银 ETF 仍然实现了超过 4000 吨的净购入，其总持仓量逼近 16000 吨，反复刷新基金设立以来最高水平。特别在二季度 ETF 持仓量增加更为明显，成为银价震荡反弹的主要推动力之一。

黄金一季度总体供需情况主要表现为虚拟投资需求激增而供应端呈现一定程度收缩。以最新公布的一季度数据为例，全球黄金总需求一季度小幅增长 1%至 1083.6 吨，分项指标贡献程度上，虚拟投资需求在第一季度增长 298 吨，合计净流入 230 亿美元，为史上之最；与之对应的金饰需求同比下滑 39%至 325.8 吨，为单季历史最低。此外，实物投资需求下降 6%，央行购金下滑 8%，科技需求同比下滑 7%。虚拟投资需求凭借一己之力拉动黄金总需求实现小幅增长。供给方面，防控疫情采取的隔离封锁措施令矿产金和再生金当季分别同比下滑 3%和 4%，使得总供给录得下滑 4%，至 1066 吨，为 2013 年二季度以来最低水平。预计黄金供不应求状况有望在下半年凭借金矿复工和虚拟投资需求增速放缓共同作用下得到边际改善，对价格的边际支撑也将减弱。

根据世界白银协会最新预测数据，2020 年，全球白银将延续 2019 年供不应求的态势，与黄金类似，白银虚拟投资需求的激增使得供需缺口环比扩大超过一倍。预计 2020 年白银 ETF 等虚拟投资需求将为总需求贡献约 3830 万盎司的边际增量，叠加实物投资需求增加，可完全抵消因新冠疫情导致的工业及首饰需求的下滑。供给层面，年内局部较高的价格催化再生银产量环比保持稳定，但受俄罗斯、墨西哥等主要产区新冠疫情较为严重因素制约，预计年内矿产银产量将环比下滑 5%至 7.98 亿盎司，为近十年第二低水平。

3. 总结、策略及风险提示：

3.1. 观点归纳

我们对以上内容进行总结和归纳：

一是宏观不确定性方面。美国为消极防疫和草率复工付出代价。6 月下旬以来，疫情在其国内部分地区再度发酵令单日新增病例逼近 6 万人，部分地区经济停摆可能由上半年延伸到三季度，极大拖累经济复苏。而从 GDP 增速领先指标美国 CEO 经济展望指数对前者的引领规律看，可以印证我们对于美国三季度经济整体看淡的观点。这也就不难理解美联储为何在经济重启数据快速反弹后仍审慎作出维持零利率和资产购买不退坡的决定，甚至考虑推出收益率曲线控制工具。

二是持有成本之利率方面。考虑到疫情对美国下半年尤其是三季度经济仍可能造成一定负面影响，以及美联储呵护利率维持低位避免无序上涨的决心，即便下半年未正式推出收益率曲线控制工具，通过目前的开放式购债

以及释放鸽派的政策措辞引导市场预期，可基本上述政策工具效果，这使得名义利率向上空间较为有限。通胀预期方面，经历快速反弹和缓慢修复，已接近疫情爆发前水平，继续修复依赖于完全解除隔离后通胀传导链条恢复常态。在美国疫情反复拐点无望的情况下，需求端将继续被抑制，通胀预期进一步上修动能减弱，空间亦有限。因此，综合考虑，下半年实际利率的走势可能较为纠结，区间震荡或取代震荡下行走势，不排除重心出现小幅上移，这与 2012 年下半年较为类似。基于上述走势，利率端对黄金的抑制作用开始逐渐增强。此外，还需关注美国总统大选风险事件对名义利率的扰动，这主要基于选举结果出炉后风险资产可能出现的剧烈波动的历史规律以及选举前现任总统特朗普可能会为寻求支持率回升增大连任概率而采取超常规措施两个维度。

三是持有成本之美元汇率方面。与上半年受流动性压力缓解单因素驱动回调不同，下半年，美国或将其防疫松散及复工草率付出一定代价，而二季度各项经济数据超预期好转或难持续。因此，在目前其国内疫情反复，三季度经济大概率受拖累的情况下，其相对优势或将难以维系，美元也将因此承压。中期看，超常规购债措施将降低美债配置吸引力，赤字飙升令美元信用降低，加之目前美汇仍处于相对高位，中期较大的下行空间对贵金属而言较为有利。

四是资金面。CFTC 黄金投机净多持仓的超买状态在上半年得到了明显修复，持仓水平从历史最高的 35 万张快速下滑超 40%，目前运行在 20-25 万张区间内，多空均未明显发力。年内白银投机净多持仓水平不及 2017 年，对应银价总体涨幅有限。通过跟踪 CME 公布的高频总持仓数据可以估测滞后公布的 CFTC 持仓数据。我们发现 6 月以来，黄金呈现资金持续流入状态，与其震荡上行迭创新高走势相对应。

五是供需层面。上半年，金银供需面最大的亮点在于投资需求特别是虚拟投资需求，金银 ETF 持仓水平不断攀升，对价格支撑尤为持久和强劲。从供需总体情况看，二者虚拟投资需求增量可以完全抵消饰品、工业等实物需求出现的下滑，同时部分产区采矿生产受到疫情影响中断，使得供给端出现一定程度收缩。但随着价格不断攀升，虚拟投资需求边际增速可能面临放缓，而采矿生产随着逐步解封有望恢复供给。因此，上半年供不应求局面有望在下半年得到改善，对价格的边际支撑也将减弱。

3.2. 交易策略

总体上看，相较二季度而言，我们对下半年的贵金属多头行情更偏向谨慎。一方面，美元走弱会对贵金属维持强势价格较为有利，另一方面，实际利率和 ETF 投资需求对贵金属价格支撑力度边际转弱。由于疫情下一步走向仍难以预测，又面临美国总统选举等一系列风险事件，暂不至于动摇黄金多头根基，整体节奏上或呈现先扬后抑走势。预计黄金相对白银仍将受到更多青睐，盘面振幅可能较二季度明显加剧。为应对持续上涨后可能出现的阶段性调整，择时便显得尤为重要，鉴于目前贵金属价格已处于相对高位，右侧追多风险也会较二季度明显放大。

交易策略上，维持推荐**逢回调买入**黄金的策略。具体价位上，纽期金中线参考 1650 下方分批买入，牛熊线

1523 作为中线多空分界线；中短线需关注 1804 点位的支撑/阻力作用，站稳此点位则有望继续向上攻击 2011 年历史高点 1923。

风险提示：全球新冠肺炎疫情及疫苗研发超预期

美国企业信用违约风险超预期

地缘政治博弈超预期

美联储货币政策超预期

美国总统大选

免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703

Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室

Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）

Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元

Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301

Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）

Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室

Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2702号房间

Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间

Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号

Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室

Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室

Tel: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室

Tel: 0571-8799 6673