



## 迎接贵金属的 Show Time!

### 一、黄金与比特币孰优孰劣?

近几年在数字货币的浪潮下，黄金的避险保值功能一度受到质疑。但本人的观点是，至少目前来说比特币无法取代黄金在全球的货币地位，二者不可同日而语，主要有以下几点理由：

#### 1. 虽然黄金与比特币总供应量都是有限的，但在需求和应用方面大不同。

黄金需求趋向于多样化，不仅有投资需求还有实物需求，其中实物需求主要包括珠宝首饰的购买以及工业制造的应用。除此之外，就拿央行储备来说，随着全球不稳定因素的与日剧增，各国央行都在不断地增持黄金，尚未听说有哪国央行大举购入比特币等数字货币。目前的数字货币，更多的是给一些国际游资的洗钱服务，而恰恰这一点是主权政府所抵制的。

#### 2. 黄金能拥有今天的地位，可不是一朝一夕的事。

在中国，黄金作为货币可追溯到商代，西方最早可追溯到古希腊雅典时期，经过上千年发展，黄金才被世界公认为最早的国际货币。随后英国、美国在经济得到极大发展的背景下，纷纷将本国货币与黄金挂钩，以此来为法定货币背书。

从 1944 到 1973 年的布雷顿森林体系时期，国际汇率制度是美元与黄金挂钩（美元可以视同黄金）、其他货币与美元挂钩的固定汇率制度，是为“金本位”。在这一时期，美元逐步成为主导性的世界货币，成为全球性汇率的“名义锚”，而黄金则成为美元之锚。1973 年布雷顿森林体系崩溃后，美元仍被公认为国际货币是因为美国是世界上头号政治经济大国、美元作为世界上大宗商品计价单位的惯性依旧延续以及各国的外汇储备仍以美元为主，从而最终获得了能够与黄金地位等同的单元化的国际储备货币地位。而从 2009 年才逐渐发展起来的比特币，有这些作为支撑么？没有强大的政治经济可依赖、没有黄金背书的数字货币命运势必是大起大落，如水中浮萍一般浮浮沉沉。

近期发现，或在不久的将来存在较比特币流通更广的数字货币，那就是以黄金为支撑的加密货币。面对美国越发严厉的制裁，年初伊朗梅里银行、伊朗国民银行、Parsian 银行以及 Pasargad 银行联合推出了以黄金背书的数字货币 PayMon，并且包括俄罗斯、瑞士和南非在内，都开始接受该数字货币交易。俄罗斯央行行长近期也表示，监管机构正在考虑推出一种以黄金为后盾的加密货币用于国际结算。

### 3. 部分国家监管机构、执政党的不允许，阻碍了比特币的流通，势必会影响其价值。

2019 年 4 月 8 日国家发改委公布的《产业结构调整指导目录(2019 年本，征求意见稿)》，表明希望禁止比特币“挖矿”活动，这份目录草案将虚拟货币“挖矿”列入逾 450 项应淘汰的活动中。其实禁止也是情有可原，挖比特币不就意味着民众自己有权造钱了么，从某种程度上是对当前货币购买力的一种稀释，也是对政府权力的一种削弱。

### 4. 黄金较比特币在危机期间的表现更佳。

在去年的新兴市场货币危机中，当每个投资者都摆脱当地的法定货币时，金价总会飙升。巴西雷亚尔、土耳其里拉以及阿根廷比索在一个月内分别贬值 5.1%、15.75%、19.6%的时候，对应以各自货币计价的黄金分别上涨了 3.9%、14.6%以及 17.8%，几乎抵消掉了货币的下跌幅度。相较于比特币而言，货币的下跌幅度均偏小，其中里拉的跌幅低于比特币跌幅 7.3%。作为避险保值货币，其一大特点就是保持购买力的相对稳定，在过去的上千年里，我们见证了黄金购买力的相对稳定，而当前比特币的价格变动更偏向于投机资产。自二十世纪七十年代以来，黄金平均每年上涨 10%，而比特币仅在 2017 年就上涨了 1300%，当然随后而来的是崩跌。

其实高盛在比特币期货推出之际，也罗列了三方面原因说明比特币为什么替代不了黄金。1) 比特币和黄金的投资者群体很不相同，受反洗钱和反恐融资监管的限制，机构投资者很难进入比特币市场；2) 尽管比特币在疯狂上涨，但从黄金 ETF 的持仓情况，投资者持有的黄金也没有明显减少；3) 比特币和黄金的市场特征也极为不同，二者市值不可同日而语，比特币吸引的投机性需求和黄金大大不同。

在比特币每每飞涨的时候，总是有“黄金已死，数字货币万岁”的呼声。可是随着全球债务泡沫的进一步膨胀，倘若真的爆发了危机，我相信黄金会向投资者证明它自己，到那时对黄金的呼声一定会震耳欲聋。

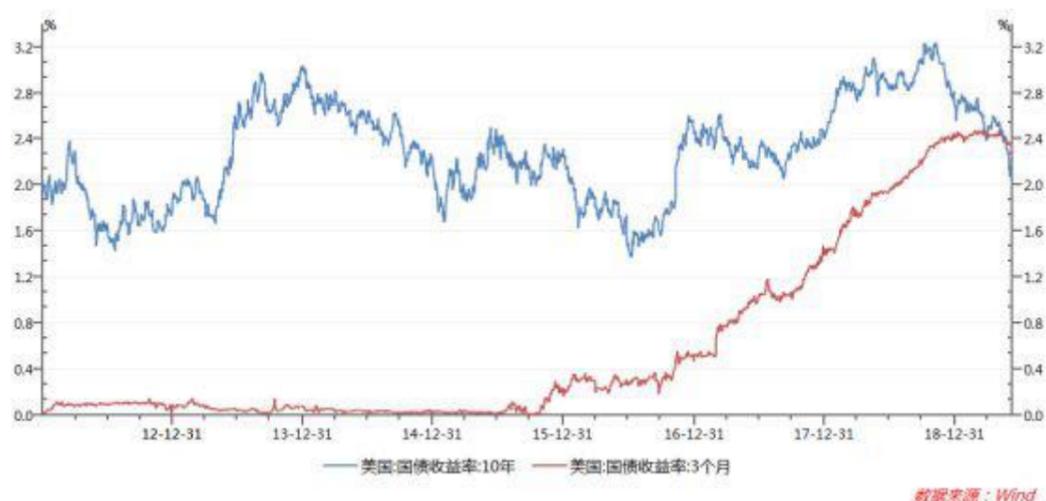
## 二、贵金属建仓时机已至

6月4日，在美国芝加哥举办的美联储战略研讨会上，美联储官员开始讨论如何设计未来的资产购买计划，此举被视为政策宽松的前兆，这也是今年贵金属一直在等待的进攻信号。美联储宽松将掀起全球的降息浪潮，各国央行开闸放水，贵金属的保值功能会再次俘获全球投资者的芳心，行情一触即发。

贵金属在美元强势的时候保持低调，是因为美元同为避险资产，相当于贵金属的替代品，在宽松预期的引导下，美元势必走软，少了竞争对手后的贵金属将不再谦虚。目前入场信号已经明确，我将从以下几个维度解释为什么眼下资产市场轮到了贵金属的表演时间。

### 01 美国国债收益率

短期美债的收益率超过长期美债收益率一般被视为现在增长将高于未来的迹象，倒挂程度的加深无非是向我们发出经济衰退的信号，尤其是在当前美国经济下滑以及美股下跌的背景下。年初3月22日倒挂缓和后，5月底美国国债3个月与10年期收益率倒挂程度开始逐渐加深，等到了6月3日二者已倒挂28bp，创出了2007年以来最严重倒挂记录。在过去的50年间，一共发生过6次3个月美债收益率超越10年期美债收益率的情况，经济平均在利率释放倒挂信号后的311天后陷入衰退，我们认为这次也不例外。



2012年至今美国3个月与10年期国债收益率

### 02 美股

在全球经济共振下行的前提下，美国经济难以独善其身，从近期公布的4月工厂订单、5月Markit制造业PMI以及5月非农报告可以看出，“美强非美弱”的格局能够维持的时间也不多了。美股作为经济的风向标，也表明了自己的立场，自去年底到今年5月份完成V形反转之后，近期

又有进一步走弱的趋势，一旦进一步下跌，势必会诱发全球的连锁反应，避险情绪升温，利好贵金属。

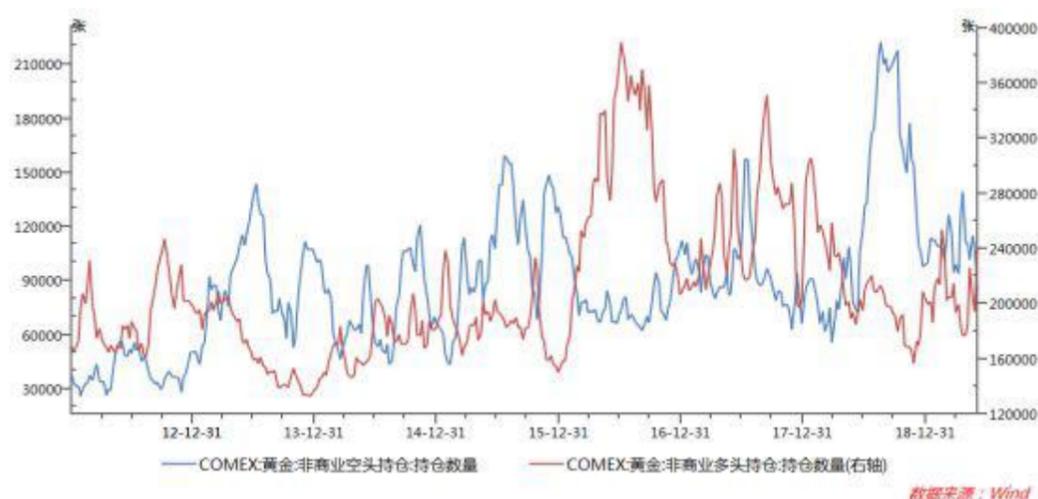
在年初公布的美联储报告中，我们发现去年四季度伴随股票大跌，美国家庭净值三年来首次下跌，并创一年多新低，跌超 2017 年全年国内生产总值（GDP）总额。同时，家庭债务水涨船高，创下历史新高。美国大部分家庭通过购买基金的方式来间接持股，其持股比例远远高出我国，因此股市的繁荣与兴衰直接影响到美国人民的生活水平，股市大跌势必会减少人们的日常消费，进而导致经济增长放缓。想要维持美股高位偏强运行，就需要美联储开闸放水，同样利好贵金属。

### 03 全球债务

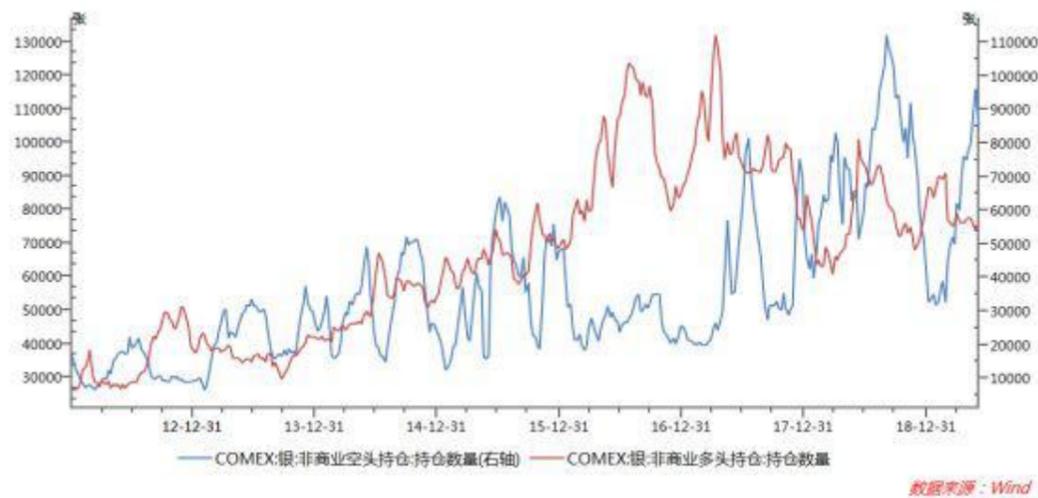
国际金融协会 4 月 23 日当周发布的一份报告显示，全球债务目前高达 243 万亿美元，创记录的债务水平是目前全球 GDP 的 3 倍，也就是世界上所有产品和服务价值的 3 倍，这笔钱是永远还不上，全球债务危机在不断酝酿，最终会遇到导火索事件瞬间引爆。

即使债务泡沫当下没有破裂，它的存在也不断侵蚀着当下的信用货币体系。以美国为例，显性的债务水平不断创出新高，目前已是 23 万亿美元，未来光是用于支付利息的金额都是不断增加，除了宽松别无选择。

### 04CFTC 持仓



2012 年至今 COMEX 非商业黄金多空持仓



2012 年至今 COMEX 非商业白银多空持仓

美国商品期货委员会（CFTC）数据显示，对冲基金持有的 COMEX 黄金期货和期权多头头寸在 6 月 4 日止当周增加 38%，至 174233 份合约，创 2007 年来最大涨幅。从上图看出，目前黄金白银的多头持仓数上行空间仍较大，当前是未来行情爆发的起点，并未处于拥挤交易状态。

## 05 比价关系



COMEX 黄金连续/COMEX 白银连续走势图

金银比价当前运行至近五年高位，有向下回调的趋势，在贵金属行情持续时，白银的表现要优于黄金，购买白银成为我们的首选。



COMEX 黄金连续/WTI 原油连续走势图

近5年金油比往往在年中出现最小值，意味着年中黄金相对于原油来说往往是偏弱的时候，而年末是贵金属实物需求的旺季。

### 三、中期策略

综上所述，下半年的策略——控制仓位，逢低多，中长线持有。

## 行情速览

		本周	上周	涨跌幅	持仓量(万)	持仓变化
期现价格	COMEX 金	1344.9	1310.2	2.65%	37.05	4.31
	COMEX 银	15.010	14.560	3.09%	15.12	-0.24
	SHFE 金 1912	301.70	293.45	2.81%	42.60	3.60
	SHFE 银 1912	3639	3576	1.76%	72.90	2.60
	伦敦金	1340.30	1305.20	2.69%	-	-
	伦敦银	14.986	14.549	3.00%	-	-
	黄金 T+D	299.20	290.72	2.92%	27.63	1.56
	白银 T+D	3571	3508	1.80%	1342.98	-27.03
库存	COMEX 金	7643019.09	7678316.82	-0.46%	-	-
	COMEX 银	302979809.91	305853849.32	-0.94%	-	-
	SHFE 金	2730	2730	-	-	-
	SHFE 银	1143768	1126290	1.55%	-	-
ETF 持仓	SPDR 金	24319667.15	23894976.57	1.78%	-	-
	iShares 金	9059249.29	9086039.95	-0.29%	-	-
	SLV 银	315652081.6	312038379.6	1.16%	-	-
	PSLV 银	55815375	55815375	-	-	-
比价关系	COMEX 金银	89.211	89.593	-0.43%	-	-
	SHFE 金银	0.083	0.082	1.22%	-	-
	伦敦金银现	89.92	89.47	0.50%	-	-
	上海金银现	83.79	82.87	1.11%	-	-
	金油比	24.842	24.448	1.61%	-	-
	银铜比	5.719	5.517	3.66%	-	-
基差	国内黄金（活跃）	-2.50	-2.73	-	-	-
	国内白银（活跃）	-68	-68	-	-	-
价差	国内黄金	3.15	3.70	-	-	-
	国内白银	54	58	-	-	-
多空持仓	CMX 非商黄金净多	156115	86688	80.09%	-	-
	CMX 商业黄金净空	172576	109954	56.95%	-	-
	CMX 非商白银净多	-8443	-22409	-62.32%	-	-
	CMX 商业白银净空	12289	-1115	-1202.15%	-	-
宏观环境	美元指数	96.586	97.746	-1.19%	-	-
	美债三月(%)	2.28	2.35	-2.98%	-	-
	美债十年(%)	2.09	2.14	-2.34%	-	-
	VIX 指数	16.30	18.71	-12.88%	-	-
	欧元兑美元	1.1334	1.1168	1.49%	-	-
	美元兑人民币	6.9118	6.9040	0.11%	-	-
相关股票	中金黄金	8.47	8.10	4.57%	-	-
	山东黄金	32.97	31.09	6.05%	-	-
	紫金矿业	3.30	3.25	1.54%	-	-
	招金矿业	7.74	7.20	7.50%	-	-

## 机构观点

### 世界黄金协会

日前发布的报告显示，今年第一季度，全球各国央行共购入 145.5 吨黄金，同比增长 68%，央行购金成为推动全球黄金需求增长的一个重要因素。数据显示，截至今年 4 月，全球官方黄金储备共计 34023.87 吨，其中欧元区（包括欧洲央行）共计 10778.5 吨，新兴市场央行也继续保持稳健速度积累黄金储备。

### 凯投宏观

随着美国利率预期缩减，标准普尔 500 指数挣扎以及美元贬值使得过去一周黄金价格上涨至三个月高位。展望未来，预计美国股市走低将在年底前推高黄金价格。

### 道明证券

预计商品交易顾问(CTAs)将继续大幅增加其黄金多头头寸，因为投资者对黄金分散化投资的兴趣开始赶上美国国债需求飙升，市场上行动能信号正在增强。从 20 世纪 80 年代至今的历史定价数据证实，作为对冲衰退和股市尾部风险的工具，黄金的实际价格表现良好，投资者对黄金的兴趣应该会继续上升。美联储降息预期升温，尤其是圣路易斯联储主席布拉德发表鸽派讲话之后。

### 财富证券

看好下半年美元指数预期下滑带来的黄金的投资机会，时间点上倾向于四季度以及 2020 年度的投资机会。认为美国经济增速大概率面临回落，欧洲经济增速成为重要的考虑因素。一旦欧洲经济企稳回升，将带动美元指数的下滑，从而引起黄金价格的上涨。

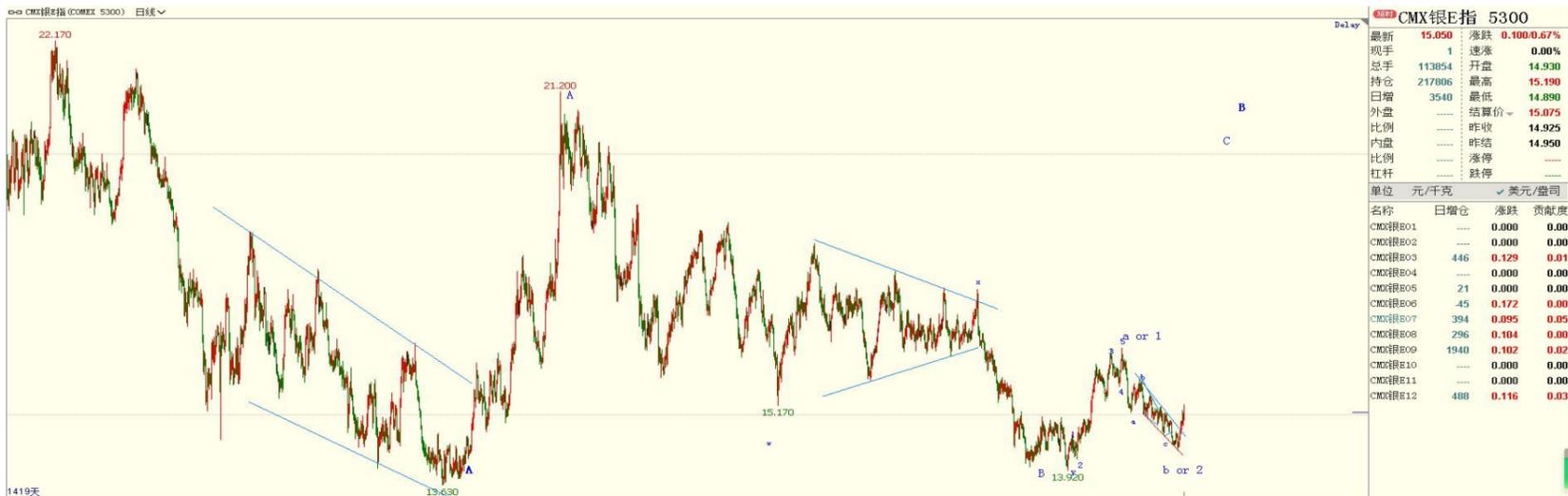
# 技术分析



美元指数：中线或转跌；短线下跌，短线或见顶。



美黄金：中线上涨；短线上涨。



美白银：中线上涨；关注短线见底可能性。



黄金：中线上涨；短线上涨。



白银：中线上涨；短线震荡。

# 数据图表

## 1 供需

图 1 全球黄金供需平衡

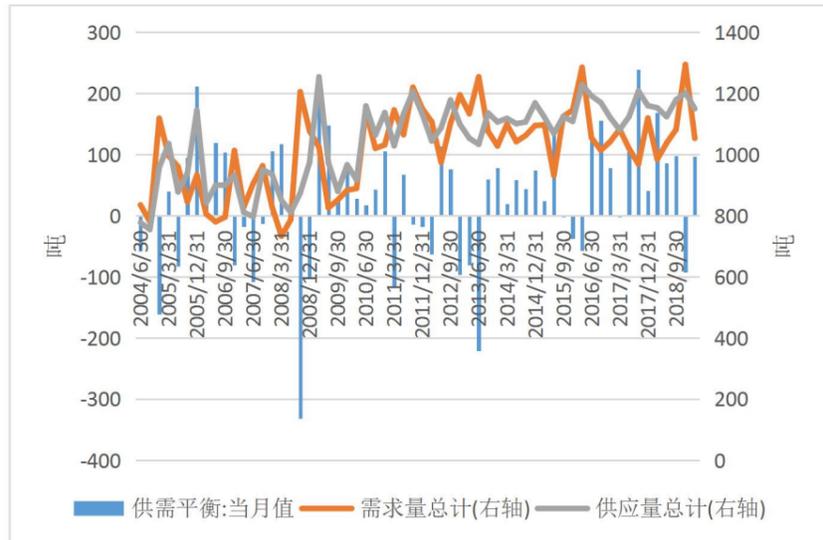
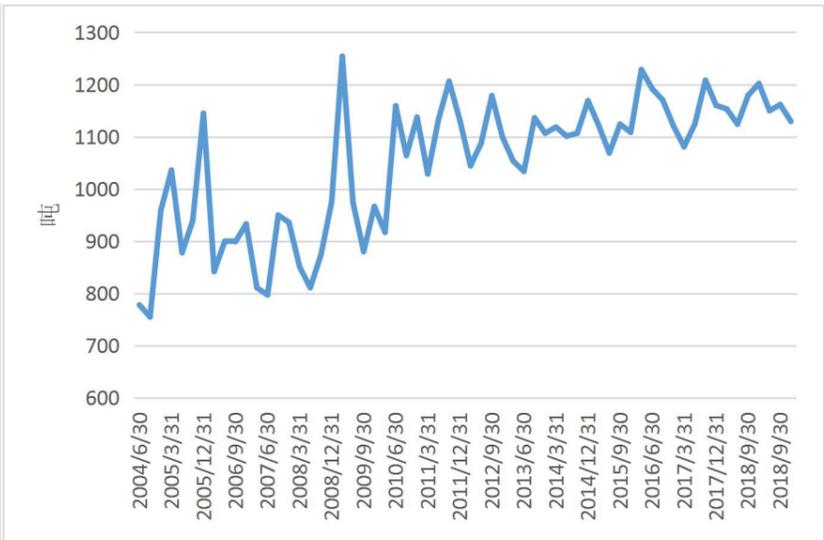


图 2 黄金供应量



数据来源：Wind 一德期货黄金研究小组

图 3 黄金需求量

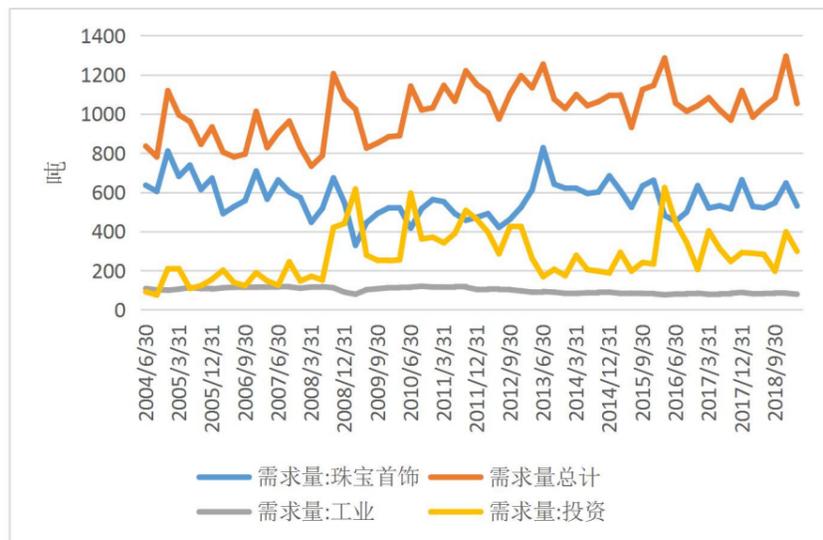
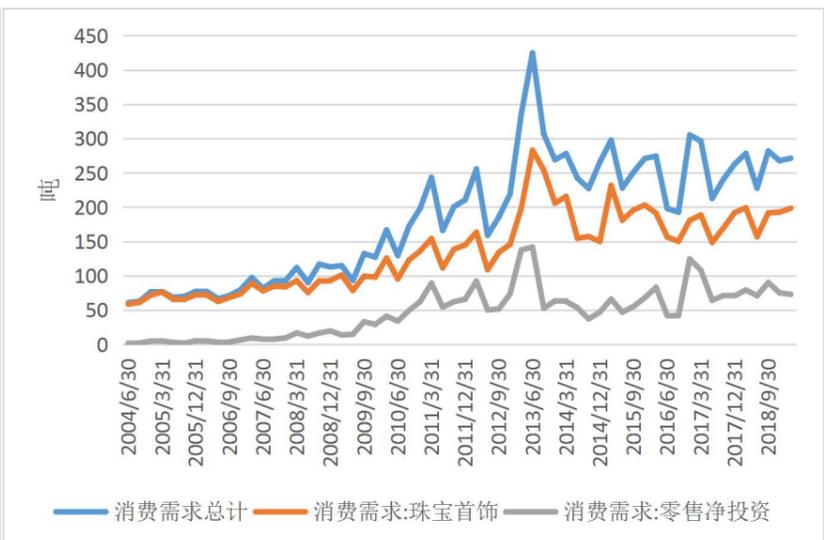


图 4 大中华区黄金需求



数据来源：Wind 一德期货黄金研究小组

图 5 印度黄金需求量

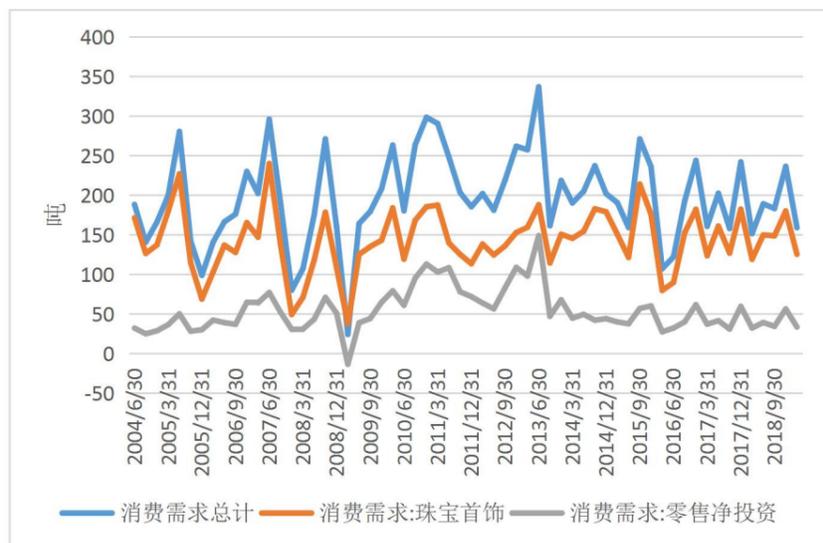
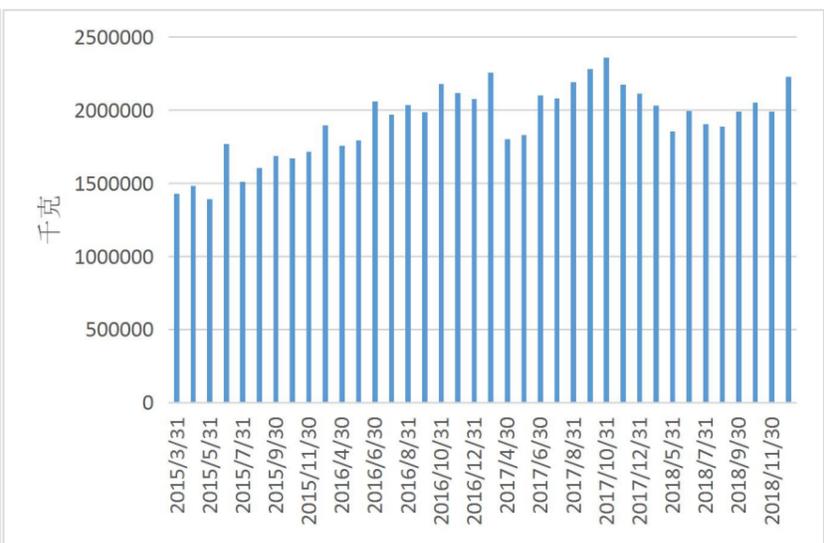


图 6 白银产量当月值



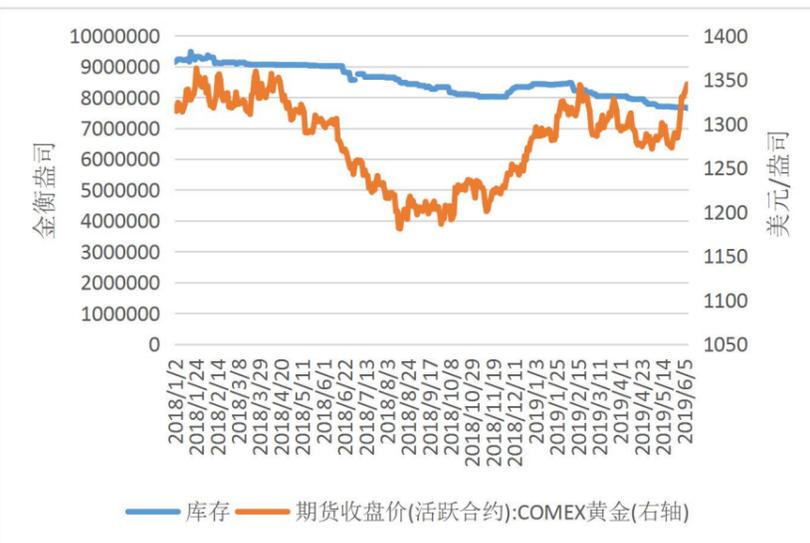
数据来源：Wind 一德期货黄金研究小组

## 2 库存与持仓

图 7 SHFE 黄金库存



图 8 COMEX 黄金库存

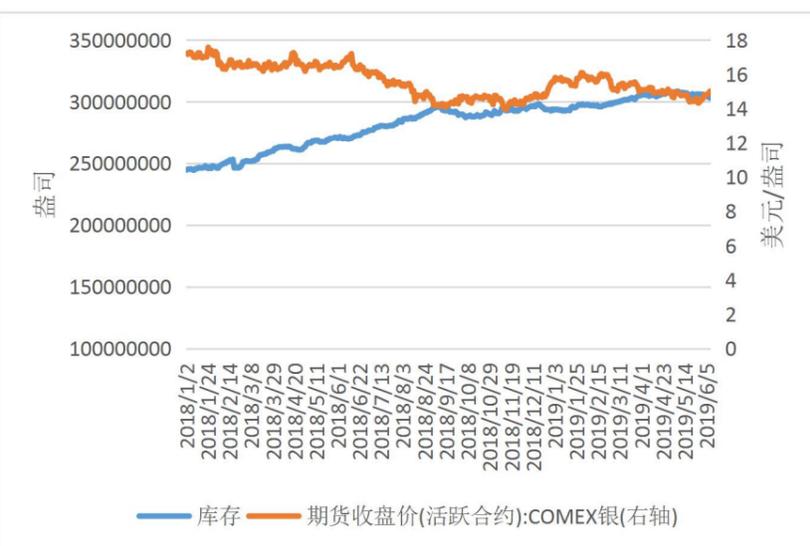


数据来源：Wind 一德期货黄金研究小组

图 9 SHFE 白银库存



图 10 COMEX 白银库存



数据来源：Wind 一德期货黄金研究小组

图 11 COMEX 黄金非商业多空持仓

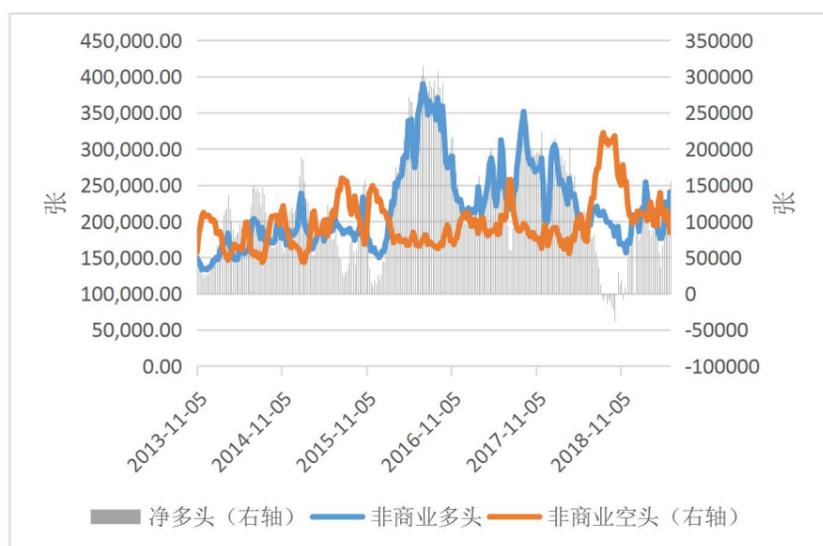
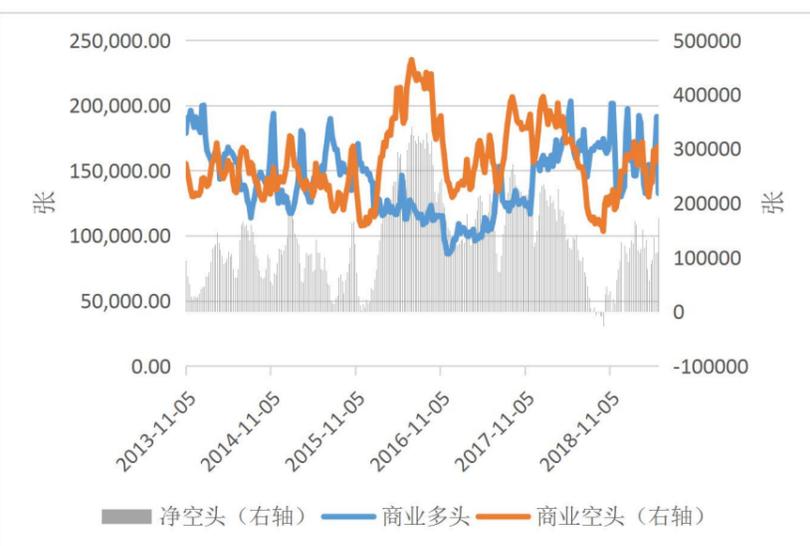


图 12 COMEX 黄金商业多空持仓



数据来源：Wind 一德期货黄金研究小组

图 13 COMEX 白银非商业多空持仓

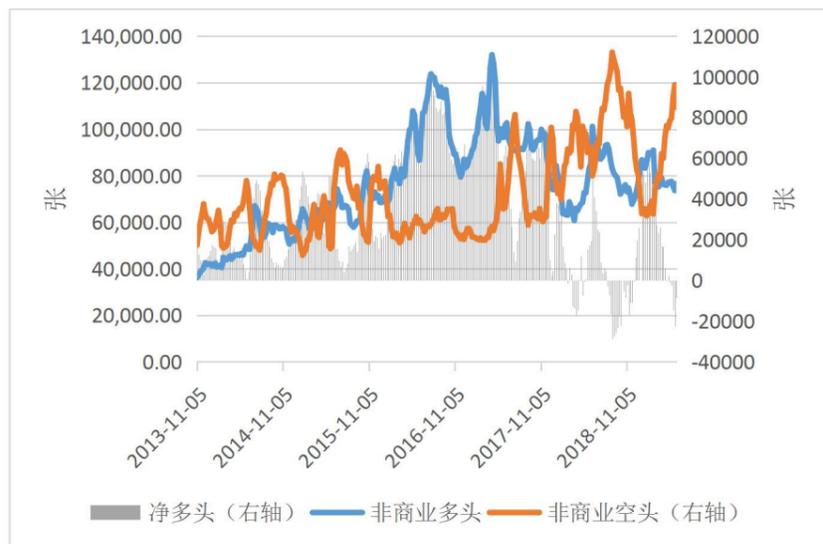
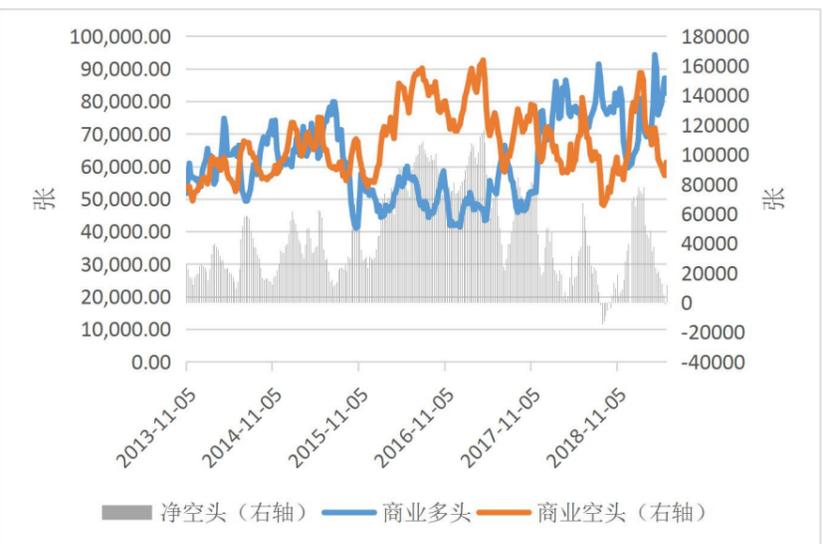


图 14 COMEX 白银商业多空持仓



数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

图 15 SPDR 持有量

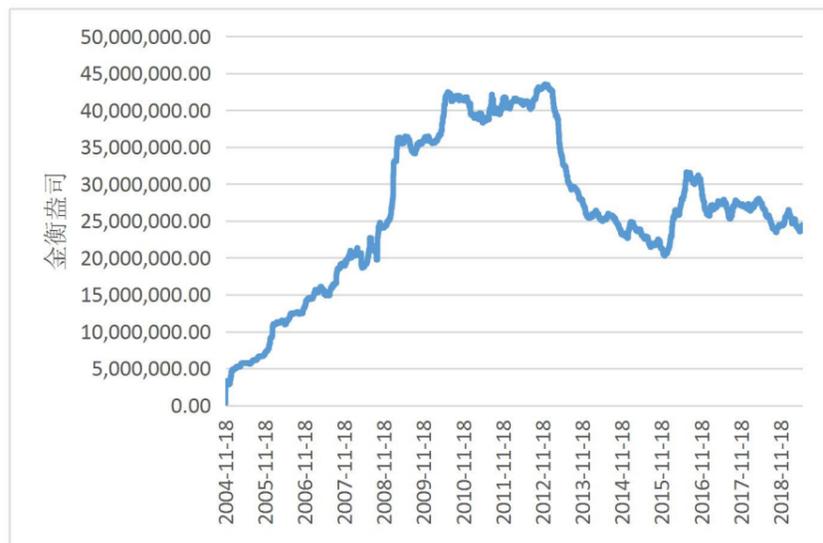
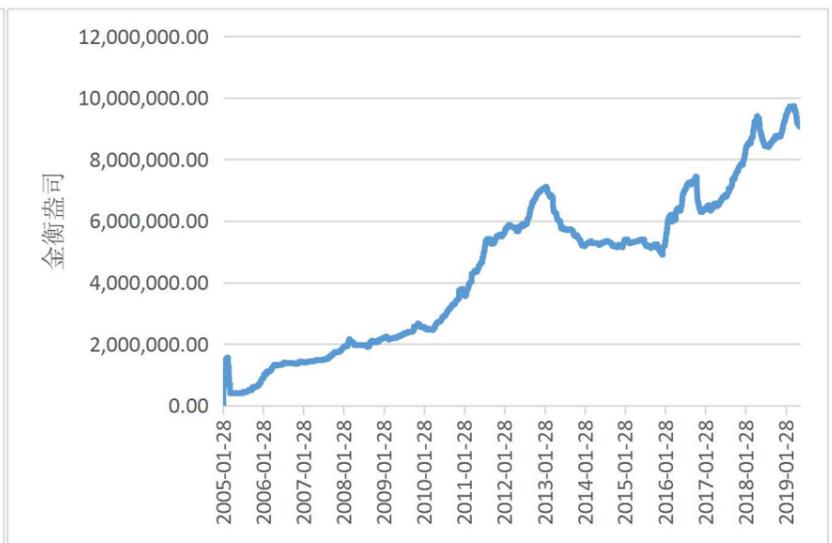


图 16 iShares 持有量



数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

图 17 SLV 持有量

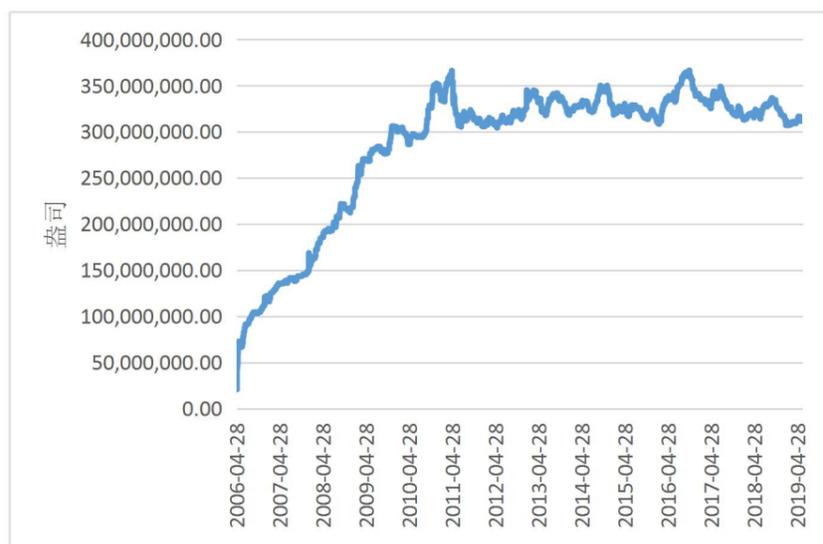
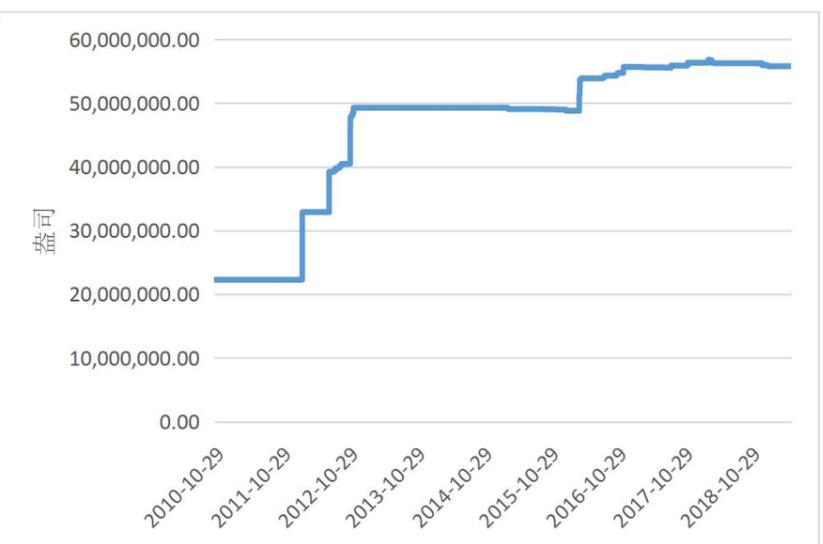


图 18 PSLV 持有量



数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

### 3 比价关系

图 19 COMEX 黄金 1912/白银 1912

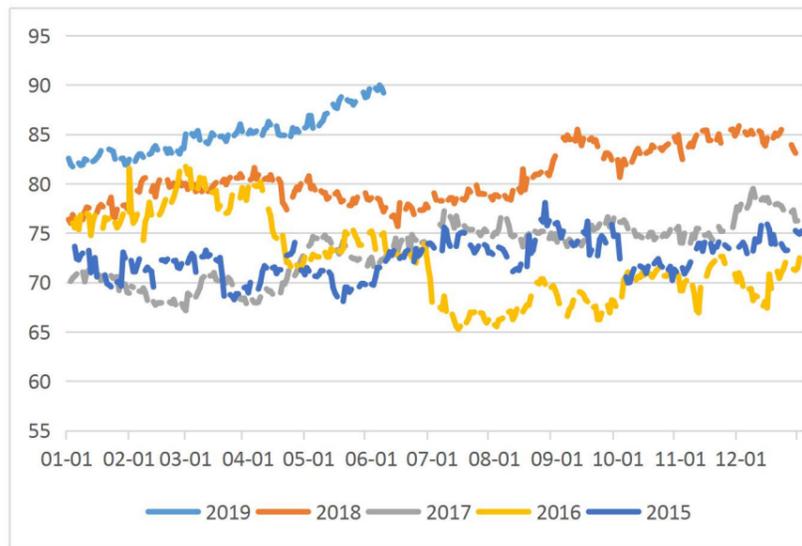
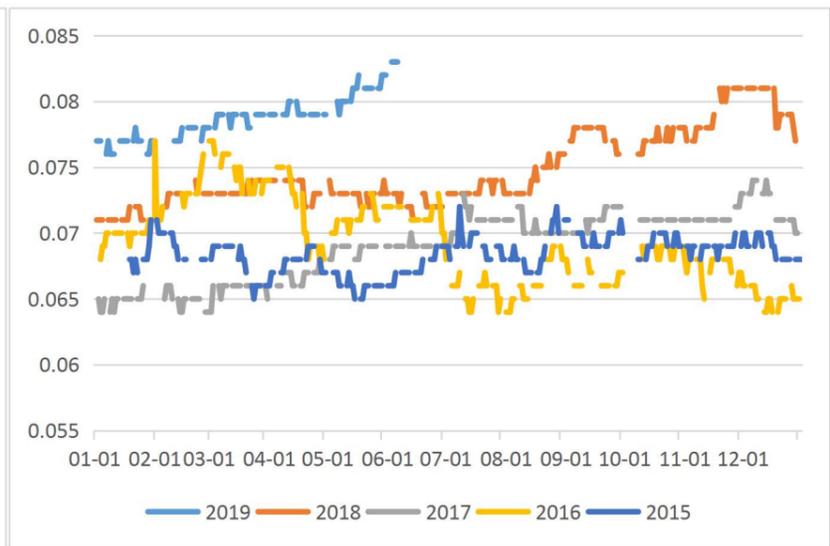


图 20 SHFE 黄金 1912/白银 1912

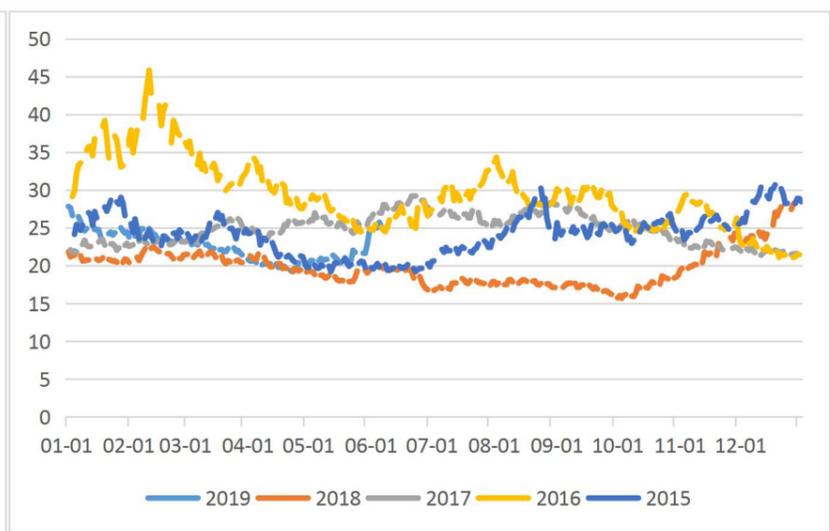


数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

图 21 现货黄金白银比值

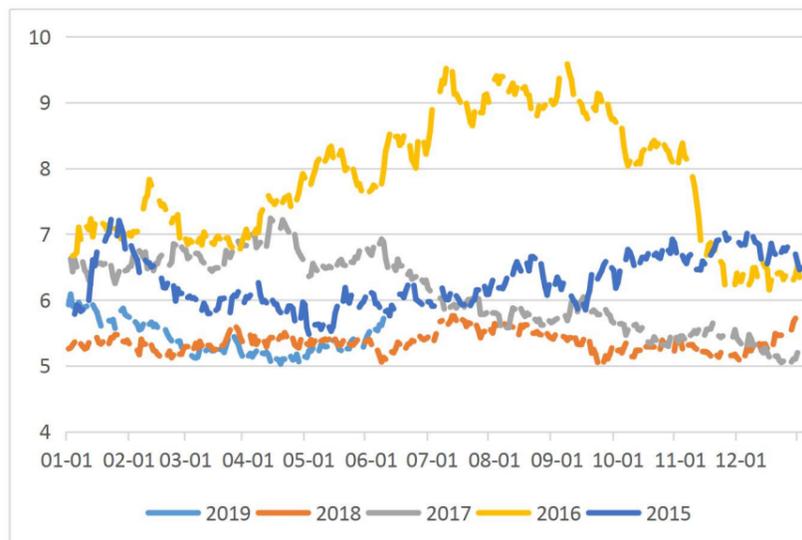


图 22 COMEX 黄金连续/ICE WTI 原油连续



数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

图 23 COMEX 白银连续/铜连续



数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

## 4 基差与价差

图 24 国内黄金基差（活跃合约）

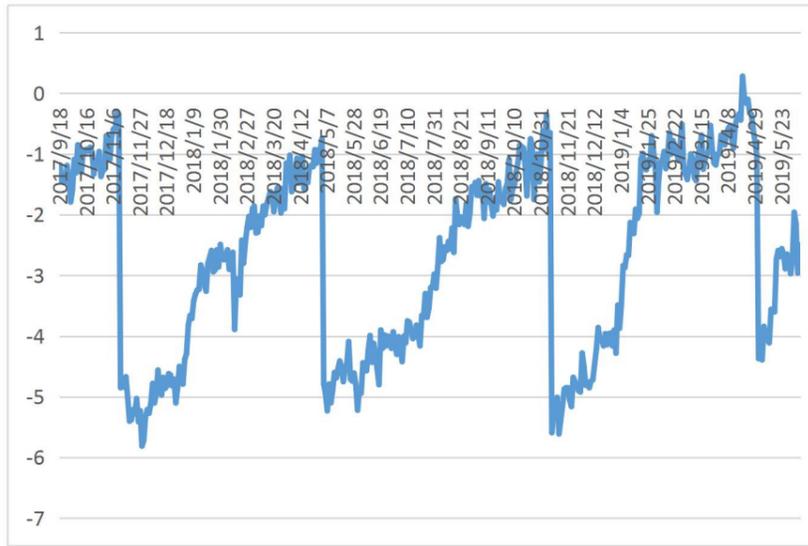
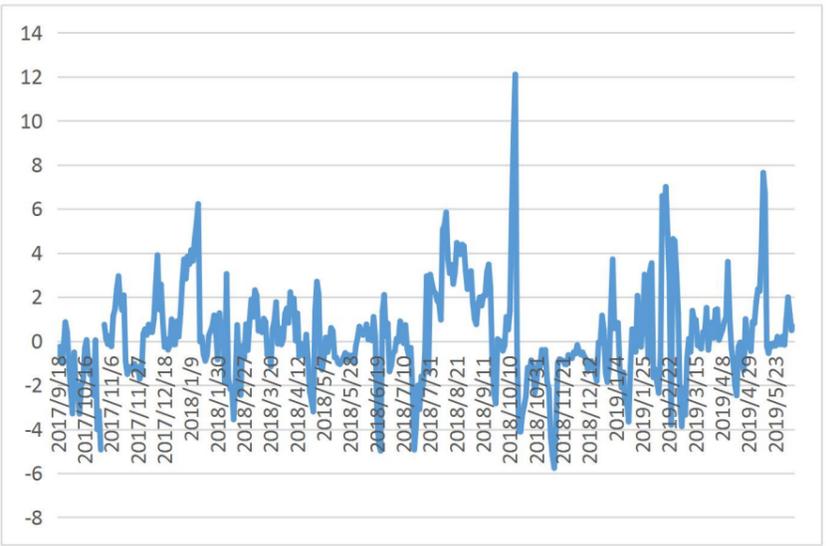


图 25 国内黄金基差（连续合约）



数据来源：Wind 一德期货黄金研究小组

图 26 国内白银基差（活跃合约）

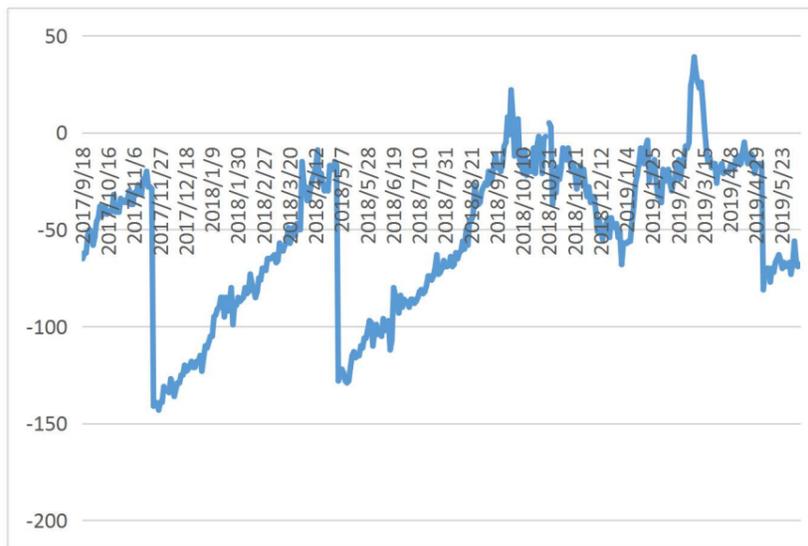
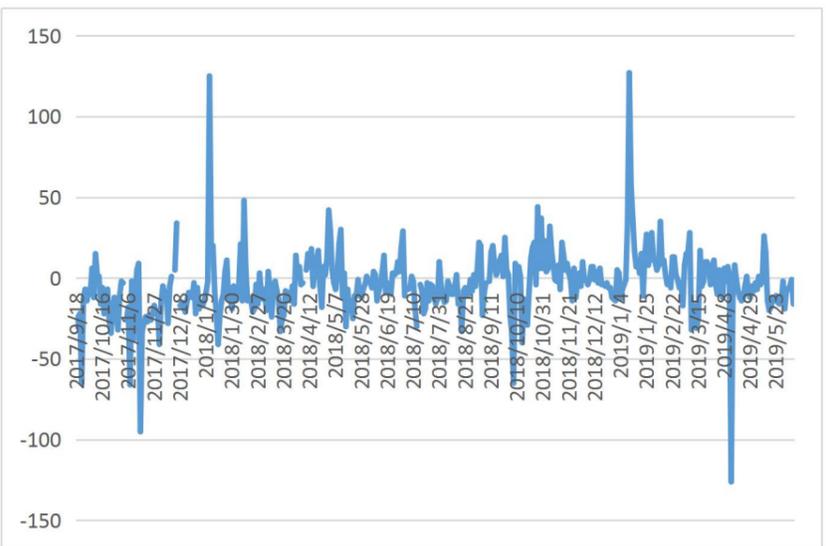


图 27 国内白银基差（连续合约）



数据来源：Wind 一德期货黄金研究小组

图 28 国内黄金价差

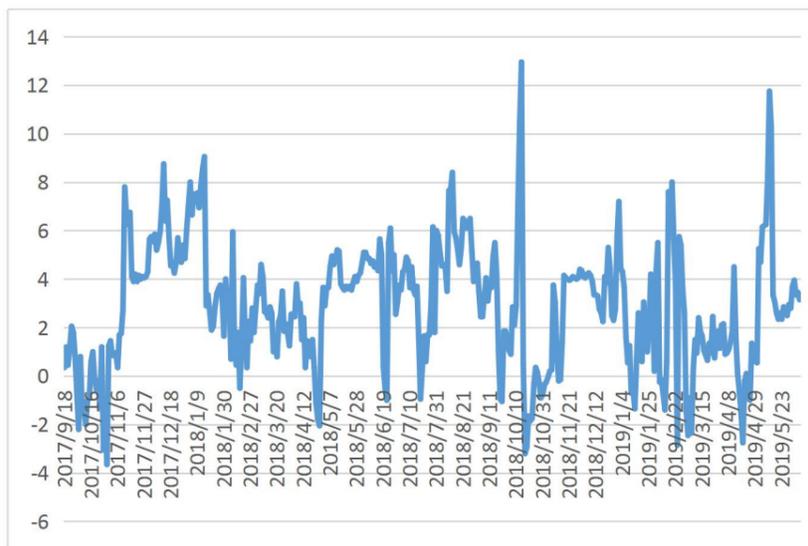
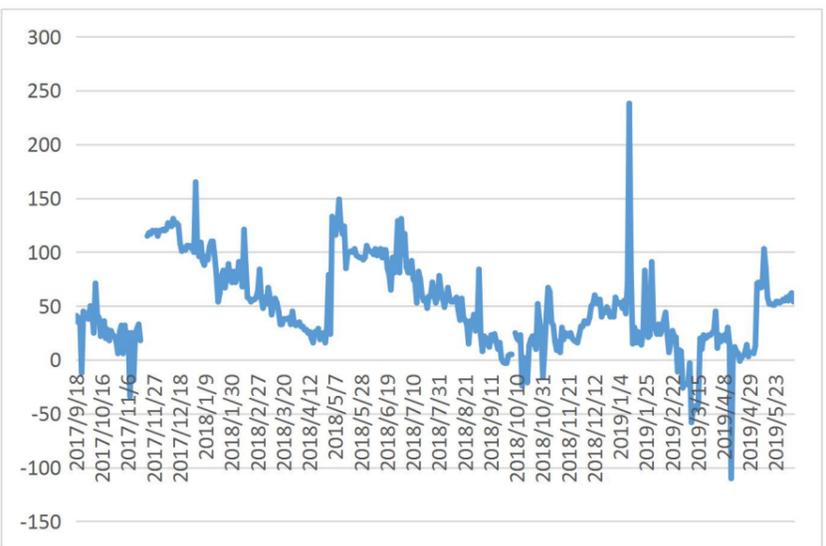


图 29 国内白银价差



数据来源：Wind 一德期货黄金研究小组

## 5 宏观环境

图 30 美国国债收益率

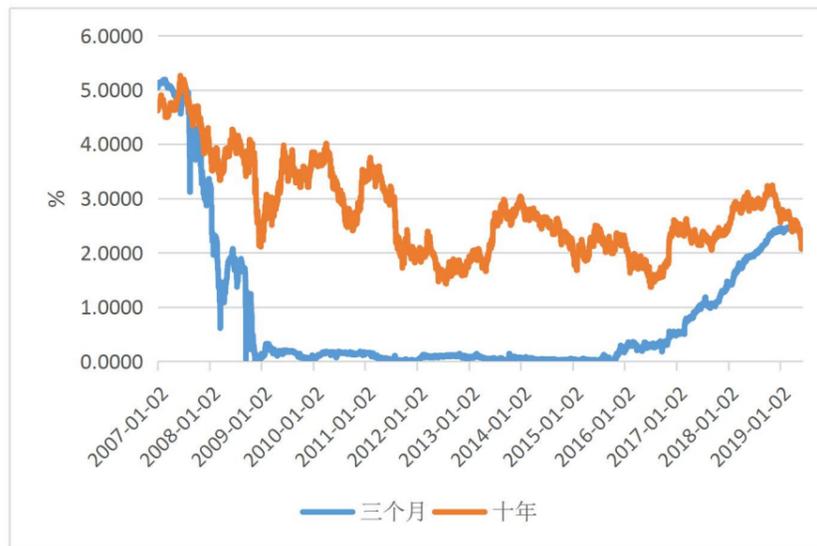
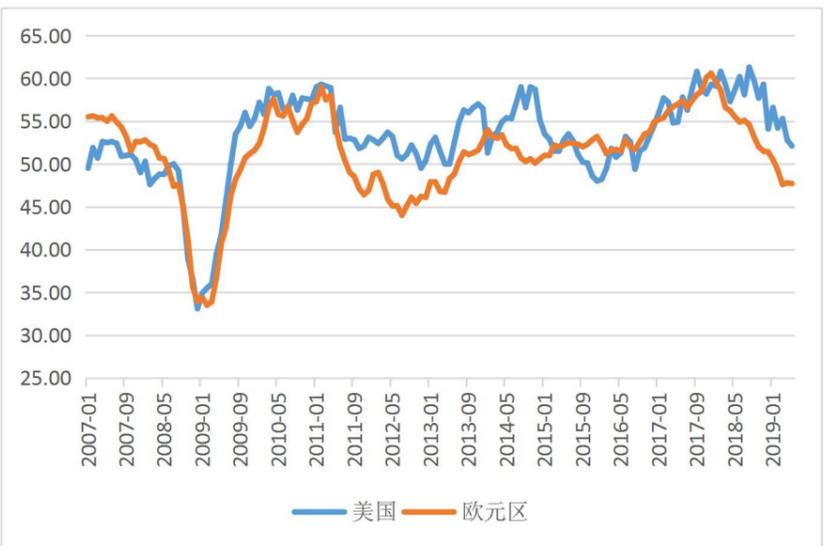


图 31 美国与欧元区制造业 PMI



数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

图 32 美国与欧元区失业率 (季调)

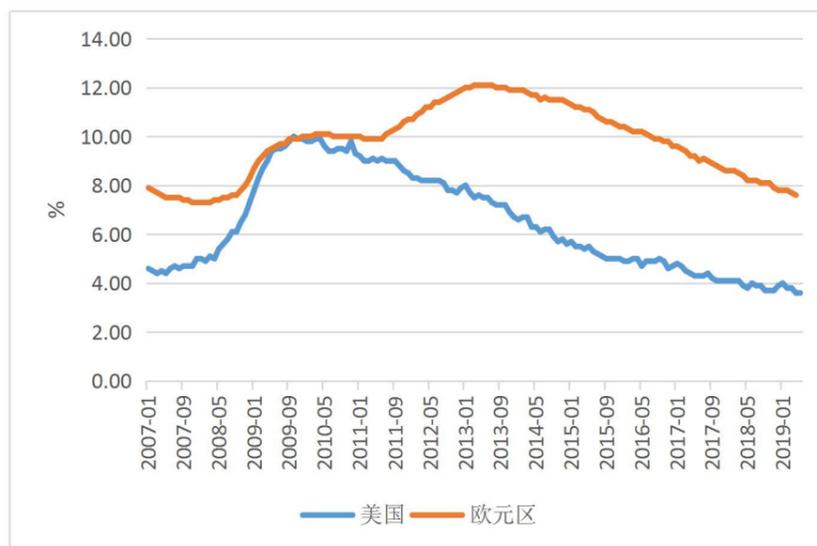
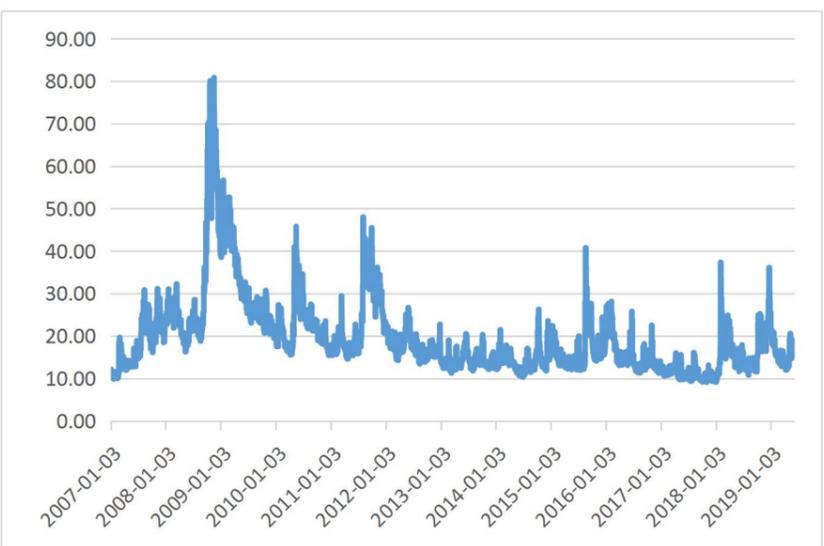


图 33 标准普尔 500 波动率指数 (VIX)



数据来源: Wind 一德期货黄金研究小组

### 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。

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。