

关注外盘黄金的跨市场期现套利机会

——商品研究报告

报告导读

2024 年 12 月以来金价表现亮眼，伦敦金现价格较 12 月 2600 美元/盎司的低点升至 2869 美元/盎司，累计涨幅超过 10%。与此同时，纽约 COMEX 黄金期货活跃合约价与伦敦金现价的价差持续走高，1 月期间两者的价差一度达到 60 美元/盎司，升水率一度超过 2%；黄金期现价格大幅走高的背后，一是源于特朗普关税政策担忧，市场认为黄金进出口或将受到贸易战的波及；二是市场的套利需求增加，2024 年 11 月以来，机构投资者便开始加大黄金现货的囤货力度，央行的买盘力量对黄金期货溢价也有一定提振。短期来看，鉴于贸易战存在进一步升级可能，黄金交易商囤货和央行买盘力量的双重支撑下，黄金期现溢价仍将处于高位，这将使得外盘黄金的跨市场套利机会仍存，值得持续关注；另外，鉴于当前黄金仍处在“正向市场”，主力合约和远期合约存在约 20 美元/盎司的价差，因此还可以留意黄金期货主力连续合约在跨月时可能存在的“向上跳空”行情。

投资要点

□ 特朗普关税政策担忧和套利需求推动金价走高

2 月 1 日，特朗普政府签署行政令，对来自加拿大和墨西哥的进口产品征收 25% 的额外关税，对来自加拿大的能源资源征收 10% 关税；对进口来自中国的商品加征 10% 的关税；尽管关税大棒第一阶段落地不及预期，但市场对此解读偏悲观，大宗商品交易者也担忧贸易战存在升级可能，进而导致黄金交易商受到波及。另外，2024 年 11 月以来，在避险和套利机会的共同推动下，美国的黄金库存激增，COMEX 库存数据显示黄金交易商和金融机构已将 393 吨黄金转移到纽约商品交易所的金库中，使得 Comex 的黄金库存水平上升了近 75%，达到 926 吨（3333.18 万盎司），创下自 2022 年 8 月以来的最高水平。

□ 金价大涨的同时，COMEX 黄金期货和伦敦金现价差持续走高，但并非历史首次

12 月以来金价表现亮眼，伦敦金现价格较 12 月 2600 美元/盎司的低点升至 2869 美元/盎司，累计涨幅接近 10%。与此同时，纽约 COMEX 黄金期货活跃合约价与伦敦金现价的价差持续走高，1 月期间两者的价差一度达到 60 美元/盎司，升水率超过 2%。复盘历史可以看出，过去 5 年以来，黄金期现价格升水率达到 1.5% 以上且价差超过 15 天以上的情形共有 4 次，分别是本次、2024 年 8 月期间、2023 年 8 月期间和 2020 年 4 月期间，但驱动因素却各有不同。下文将对这几轮行情作具体分析。我们发现本轮黄金期现溢价走高期间，金价的上涨逻辑和期货市场期限结构与 2024 年 7 月底较为类似。

分析师：曹潮

中央编号：BVH841

联系电话：852-9658 1360

邮箱：caochao@cnzsqh.hk

相关报告

□ 复盘过去 5 年，黄金期现价差走高的逻辑和后续展望

1) 2020 年 3-4 月期间，新冠疫情爆发，交易商对能否及时将黄金运到纽约进行交割感到恐惧，此间黄金期现溢价升至 70 美元以上，为 40 年来最高。

2) 2023 年 7 月和 2024 年 7 月的黄金期现溢价走高原因类似，主要是因为 COMEX 金价在上周出现一段“向上跳空”行情。以 2024 年 7 月的行情为例，7 月 30 日，COMEX 黄金主力合约转换到主力连续合约，彼时黄金处在“正向市场”，黄金远期合约价格高于近期合约价格。当黄金期货主力切换到比先前主力更远的期货合约时，主力连续合约价格出现了“向上跳空”的情形。正因如此，COMEX 黄金连续合约在 2024 年 8 月 2 日再次刷新了历史最高点升至 2520 美元/盎司。

本轮黄金行情与 2023 年和 2024 年 7 月的行情类似，金价在上行动力仍存的背景下，COMEX 黄金远期合约价格持续高于近期合约价格，2023 年 8 月和 2024 年 8 月的行情期间，主力合约和远期合约的价差在 18-22 美元左右，截止 2025 年 2 月 6 日，目前主力合约与远期合约（2025 年 4 月，GCJ25）的价差在 20 美元/盎司左右，因此短期来看黄金期现价差套利机会仍存。

□ 需要关注的潜在交易要点

落实到交易层面，我们认为可以关注以下要点：

一是杠杆比例方面：伦敦黄金现货市场杠杆比例可以达到 100 倍，COMEX 黄金期货市场杠杆比例在 25-30 倍左右，目前 COMEX 黄金期货一手合约（100 盎司）保证金在 11500 美元，折合杠杆率在 25 倍左右。

二是交易时间方面：伦敦金是 24 小时交易制，纽约金是 23 小时交易制（周日-周五期间，芝加哥时间 18:00-17:00+1）。

三是交割日：伦敦金没有交割限期。而纽约金的交割期限为交割月的第一个工作日至最后一个工作日。

四是交易方向：伦敦金和纽约期金都可以进行双向交易，既可以买涨，也可以买跌。而且可以即买即卖。这样在金价上涨、下跌的趋势中和每天价格波动中，会有持续有赢利的机会。

□ 预期收益率

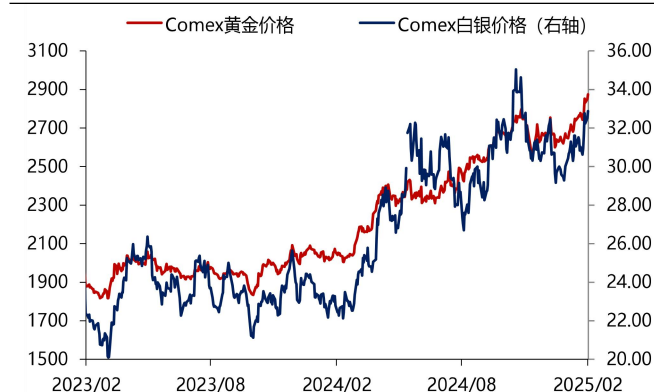
以过去一个月为基准，2025 年 1 月至今，COMEX 黄金和伦敦金现的日均价差在 28 美元/盎司，在不考虑手续费的情况下，可以实现 1% 的无风险套利收益率，对应的年化收益率在 11%-12% 左右。

风险提示

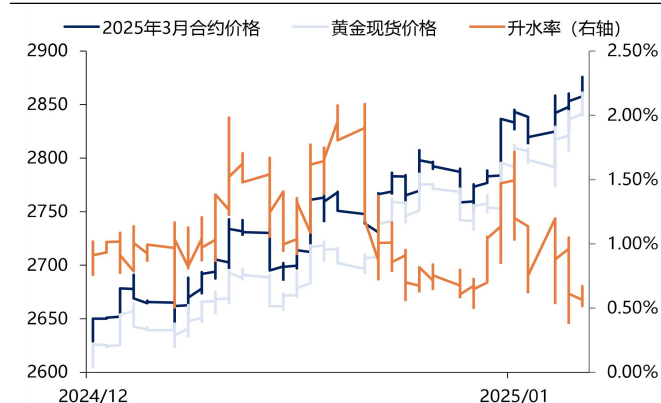
国内经济复苏不及预期；国内政策宽松力度不及预期；美联储加息节奏超预期

图表目录

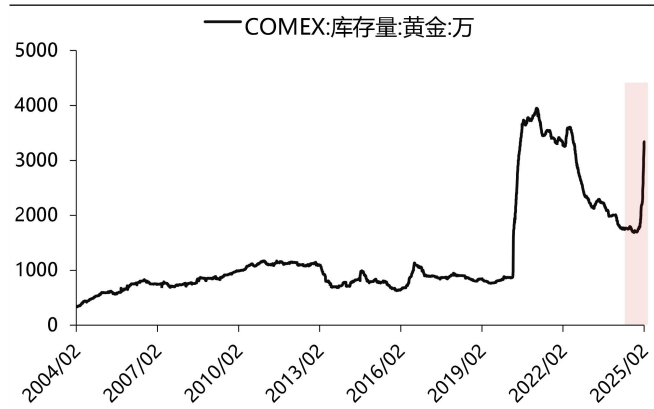
图表 1：12 月以来黄金价格表现亮眼（美元/盎司）	4
图表 2：1 月以来黄金跨市场期现价差变化（美元/盎司）	4
图表 3：COMEX 黄金库存情况	4
图表 4：黄金期现价差（美元/盎司）	4
图表 5：疫情期间，黄金期现价差走高（美元/盎司）	4
图表 6：2023 年 7-8 月，黄金期现价差（美元/盎司）	4
图表 7：2024 年 7-8 月，黄金期现价差（美元/盎司）	5
图表 8：全球央行黄金购买额（吨）	5
图表 9：COMEX 黄金期货在 2023 年 7 月、2024 年 7 月和目前的期限结构	5
图表 10：2024 年 7-8 月 COMEX 黄金期货合约跨月期间，期货价格进一步走高	5

图表 1：12 月以来黄金价格表现亮眼（美元/盎司）


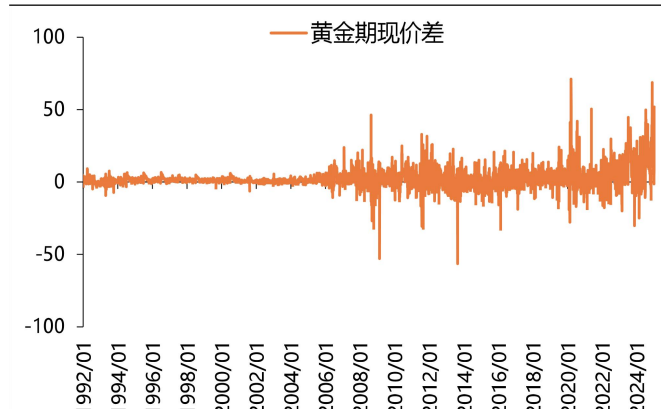
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 2：1 月以来黄金跨市场期现价格变化（美元/盎司）


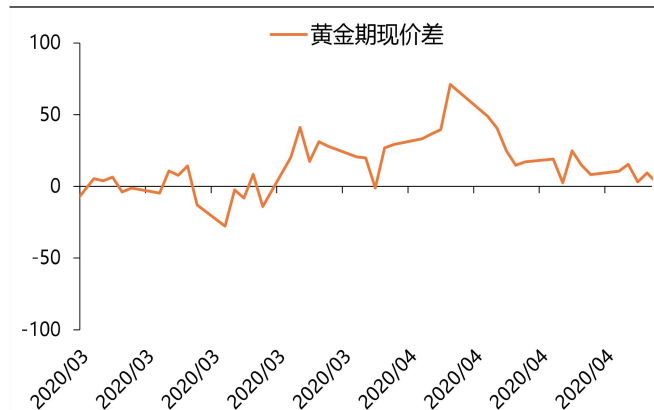
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 3：COMEX 黄金库存情况


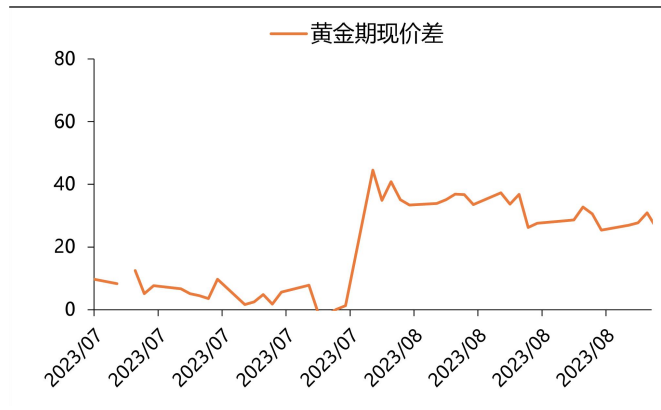
资料来源：Wind，浙商国际

图表 4：黄金期现价差（美元/盎司）


资料来源：Wind，浙商国际

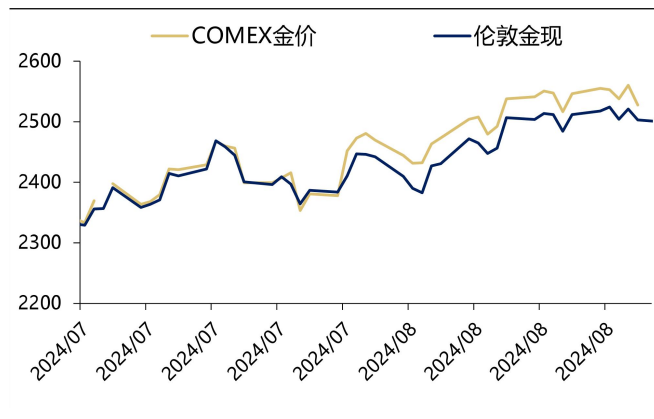
图表 5：疫情期间，黄金期现价差走高（美元/盎司）


资料来源：Wind，浙商国际

图表 6：2023 年 7-8 月，黄金期现价差（美元/盎司）


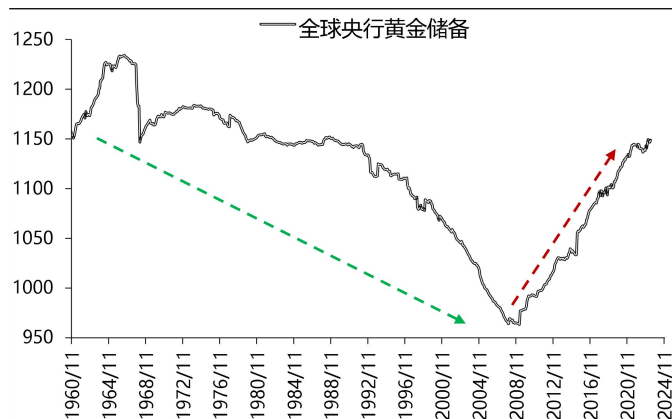
资料来源：Wind，浙商国际

图表 7：2024 年 7-8 月，黄金期现价差（美元/盎司）



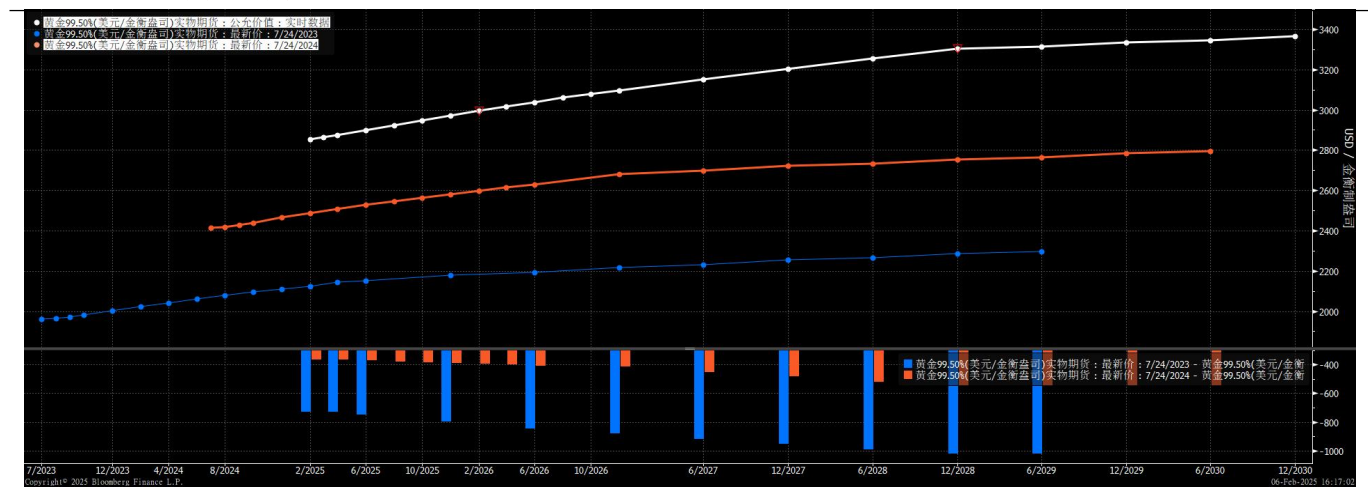
资料来源：Wind，浙商国际

图表 8：全球央行黄金储备变动



资料来源：Wind，浙商国际

图表 9：COMEX 黄金期货在 2023 年 7 月、2024 年 7 月和目前的期限结构



资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 10：2024 年 7-8 月 COMEX 黄金期货合约跨月期间，期货价格进一步走高



资料来源：Bloomberg，浙商国际

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（曹潮，中央编号：BVH841），该（等）分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港上环德辅道中 199 号无限极广场 17 楼 1703-1706 室

客服热线：+852-2367 2367

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh.hk

官网：www.cnzsqh.hk