



2021年4月8日 星期四

通胀预期叠加疫情风险上行

金银将从低位反弹

联系人 李婷
电子邮箱 li.t@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

要点

- 当前美国政府持续推出经济刺激政策、疫苗接种率的提升、和经济数据的持续好转，都提振了市场对今年美国经济复苏的信心，也使得通胀预期增强。但近期全球疫情的再度反弹为经济复苏前景增添了不确定性。且大国间政治博弈加剧，地区间不稳定因素抬头，市场避险情绪在抬升。虽然我们认为这轮疫情不会影响全球经济复苏的大趋势，但在通胀预期增强和避险情绪再度抬升的支撑下，贵金属价格将从低位反弹。白银价格的走势将会强于黄金。
- 预计4月份国际金价的主要波动区间将在1680-1850美元/盎司之间，波动率更大的白银价格的波动区间在24-28美元/盎司之间。
- 投资策略建议：金银逢低做多
- 风险因素：疫情恶化超预期

目录

一、贵金属行情回顾.....	4
二、贵金属价格影响因素分析.....	5
1、美国就业市场强势复苏，基建计划加码刺激经济	5
2、欧元区疫情再度反弹，扰动经济复苏预期	6
三、市场结构及资金流向分析.....	8
1、 金银比价变化	8
2、 铜金比价变化	9
3、 期现及跨期价差变化	9
4、 贵金属库存变化	10
5、 金银 ETF 持仓分析	11
6、 CFTC 持仓变化	12
四、行情展望及操作策略：	13

图表目录

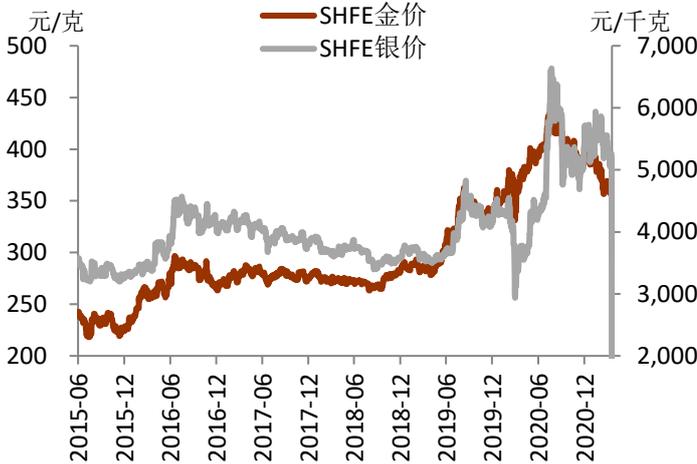
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势.....	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势.....	4
图表 3 金价与美元指数走势变化.....	5
图表 4 金价与美债利率走势变化.....	5
图表 5 金价与 VIX 指数的变化.....	7
图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化.....	7
图表 7 主要经济体 GDP 增速变化.....	7
图表 8 美欧经济意外指数变化.....	7
图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化.....	7
图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化.....	7
图表 11 美国就业情况变化.....	8
图表 12 主要经济体 CPI 变化.....	8
图表 13 COMEX 金银比价变化.....	8
图表 14 沪期金银比价变化.....	8
图表 15 铜金比价变化.....	9
图表 16 金价与铜价走势对比.....	9
图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化.....	10
图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化.....	10
图表 20 COMEX 黄金库存变化.....	11
图表 21 COMEX 白银库存变化.....	11
图表 22 上海黄金交易所白银库存变化.....	11
图表 23 上海期货交易所白银库存变化.....	11
图表 25 黄金 ETF 持仓变化.....	12
图表 26 白银 ETF 持仓变化.....	12
图表 27 CFTC 黄金净多头持仓变化.....	13
图表 28 CFTC 白银净多头持仓变化.....	13

一、贵金属行情回顾

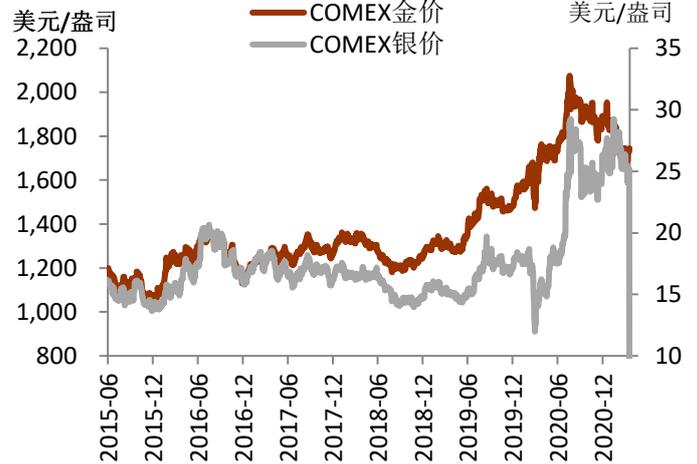
3月，贵金属价格呈低位震荡走势。受美元指数反弹和美债收益率持续走高的压制，黄金价格继续承压下行，COMEX期金主力合约在3月8日最低下挫至1673美元/盎司，而后因市场的通胀预期抬升，金价得到买盘支撑而反弹至1750美元/盎司上方。拜登政府又继续推出2.25万亿基建方案，再度激发了市场的对经济前景的乐观情绪，美元指数持续走高压制贵金属价格再度回调。截至3月底，COMEX期金主力合约报收于1708.6美元/盎司，月度跌幅达1.41%；因3月有色金属普遍调整，白银价格的走势明显弱于金价，3月底COMEX期银主力合约价格一度跌破24美元/盎司，月度跌幅达8.45%。虽然人民币兑美元汇率在今年3月份呈现出一定幅度的贬值，但3月国内黄金白银期货的价格走势依然弱于外盘。

进入4月，美元指数出现回调，美债收益率调整，叠加市场的避险情绪抬升，贵金属价格从低位反弹。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

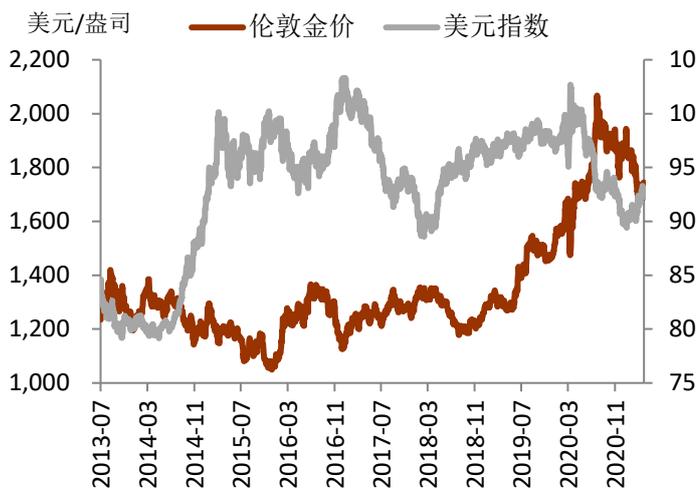


图表2 近5年COMEX金银价格走势



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表3 金价与美元指数走势变化



图表4 金价与美债利率走势变化



资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

二、贵金属价格影响因素分析

拜登政府在推出 1.9 万亿美元的疫情纾困方案后, 又宣布大规模的基建方案, 以持续刺激美国经济顺利复苏。市场的风险偏好继续抬升, 美债收益率大幅上涨, 美元指数也呈现低位反弹之势, 黄金价格承压下行。

1、美国就业市场强势复苏, 基建计划加码刺激经济

3 月美国就业数据超预期改善。美国 3 月非农就业人口增加 91.6 万, 远超预期的增加 66 万, 服务业端, 休闲酒店、教育健康行业的就业迅速恢复。3 月失业率继续创新低为 6%, 较上月下降 0.2 个百分点。美国 3 月劳动力参与率小幅走高至 61.5%, 前值为 61.4%。3 月平均每周工时高于前值, 平均时薪小幅回落。3 月 27 日当周初次申请失业金人数为 71.9 万人次, 处于低位。3 月 ADP 就业人数录得增加 51.7 万人, 增幅创去年 9 月以来新高。推动就业加速修复的因素主要有以下两个方面: 一是疫情防控进展积极, 疫苗接种加速, 多州放松疫情管控政策, 推动服务业就业修复; 二是美国经济复苏强劲, 叠加 1.9 万亿美元财政刺激计划落地, 有效刺激总需求, 带动就业增长。

在生产端, 制造业也持续增长。美国 3 月 ISM 制造业指数升至 64.7, 创 37 年新高, 超过预期 61.3, 高于前值 60.8, 制造业供需两端均呈加速修复态势。美国 3 月芝加哥 PMI 录得 66.3, 创 2019 年 2 月以来新高。美国 3 月 ISM 非制造业指数升至 74, 创 2008 年 7 月以来最高水平; 其中, 新订单指数升至 67.2, 创纪录最高水平, 就业指数升至 57.2, 创 2019 年 5 月以来最高水平; 商业活动指数升至 69.4, 创纪录新高。证实了美国经济处于全面复苏之中。

美国总统拜登正式公布了其总规模达 2.25 万亿美元的基建计划, 该计划预计于未来 8

年内完成近 2.3 万亿美元的投资，预计每年度投资约为 GDP 的 1%。与此同时，拜登还同时公布了一项增税，该项计划将于未来的 15 年中，为美国筹集超过 2 万亿美元的税收。基建资金主要来源于税收，基建计划能否落地很大程度上取决于增税计划能否实行。目前美国两党对于增税的分歧较大，鉴于共和党和民主党此前都曾提出过基建计划，所以计划实施的可能性并不小，但两党博弈或将使得最终规模缩水，基建计划的落地不会顺利。

货币政策方面，美联储 3 月会议记录显示，尽管美国经济今年增长势头强劲，但联储官员仍对疫情的持续风险持谨慎态度，并承诺在复苏更加稳固之前，继续提供货币政策支持。鲍威尔会上指出，货币市场利率可能面临下行压力，调整超额准备金利率（IOER）和隔夜逆回购利率或为合适之举。

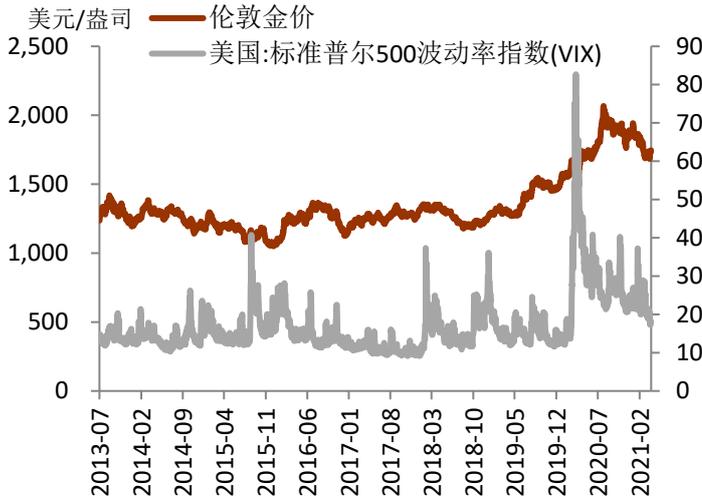
随着美国 1.9 万亿财政刺激政策的正式落地、大规模基建计划的推出、疫苗接种的加速推进、叠加超强的 3 月经济数据，共同提振了市场对于美国经济将加快修复的预期。不过，近期美国疫情也出现了一定程度的反弹，如果控制不当导致再度被迫加强封锁，则美国二季度经济将复苏步伐将会受阻。

2、欧元区疫情再度反弹，扰动经济复苏预期

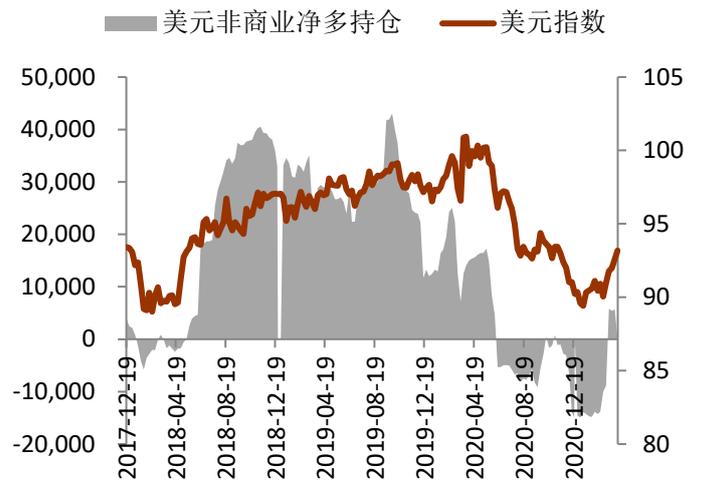
欧元区制造业 PMI 数据也好于预期。欧元区 3 月 Markit 制造业 PMI 终值为 62.5，高于初值 62.4 以及 2 月的 57.9，为 1997 年 6 月以来最高。欧洲多国制造业 3 月增速都表现非常乐观，其中，法国 3 月制造业 PMI 指数 59.3，触及 2000 年 9 月以来最高；德国 3 月制造业 PMI 指数 66.6，增长步伐创纪录；英国 3 月 Markit 制造业 PMI 终值为 58.9，超过预期的 57.9，创 10 年来新高。欧元区制造业 PMI 持续走高，反映出经济的逐步回暖，一度提振了全球经济复苏的乐观情绪。但欧洲诸国疫苗接种进度明显落后于其他国家，新冠变异病毒持续蔓延，多个国家新冠疫情出现不同程度反弹，包括法国、瑞典、奥地利等，欧洲多国封锁措施加剧。欧元区新的抗疫封锁措施和供应链中断可能很遏制经济的复苏。未来一段时间内经济上“美强欧弱”的局面可能会持续。

欧元区 3 月消费者信心指数录得 -10.8%，符合市场预期，小幅回升。欧元区 2 月失业率维持在 8.3% 不变，尽管新冠肺炎确诊病例急剧上升以及限制措施导致许多企业减少或暂停服务。欧元区 3 月 CPI 年率初值 1.3%，数据上升但低于预期，如果剔除更高的能源价格，核心 CPI 可能会更低。因此，相对于通胀，欧央行更担心的是通缩，欧洲央行将持续宽松的货币政策，也需要足够的财政政策来支持经济复苏。

图表5 金价与VIX指数的变化

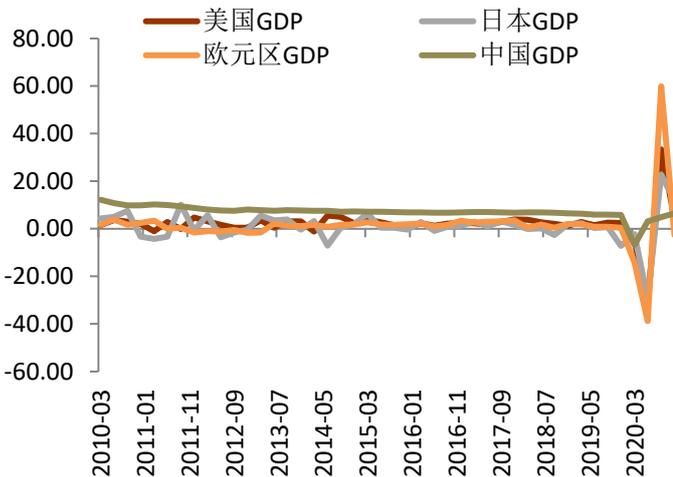


图表6 美元指数与美元指数净头寸变化

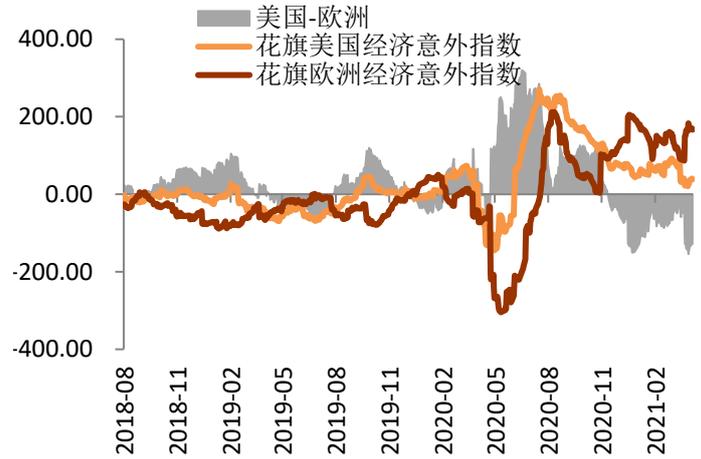


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表7 主要经济体 GDP 增速变化

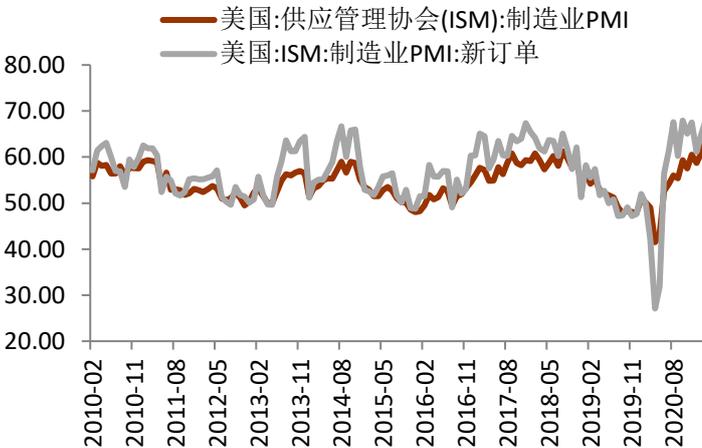


图表8 美欧经济意外指数变化

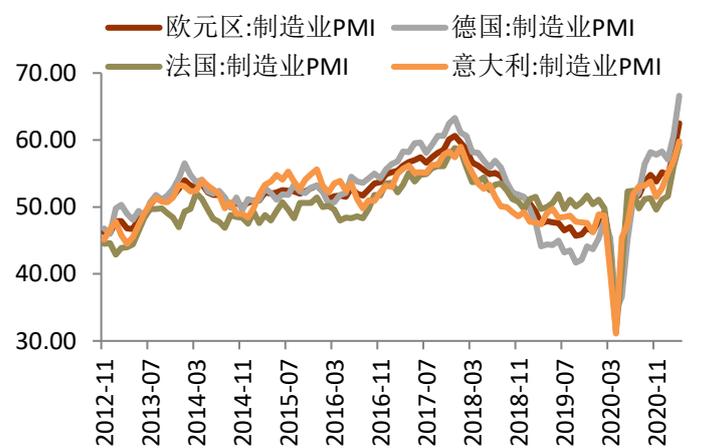


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化



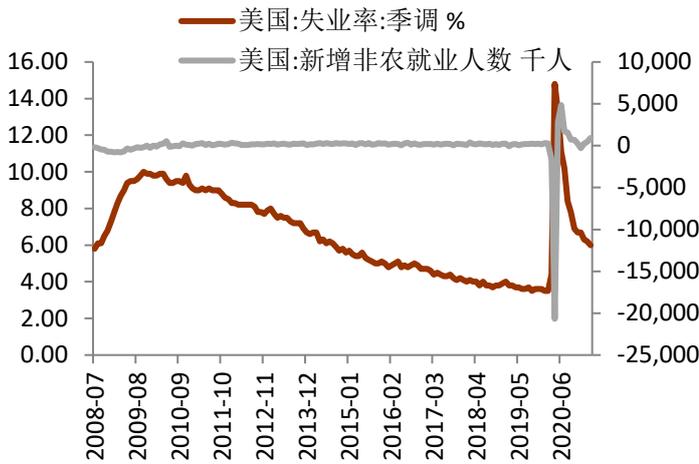
图表10 欧元区制造业 PMI 增速变化



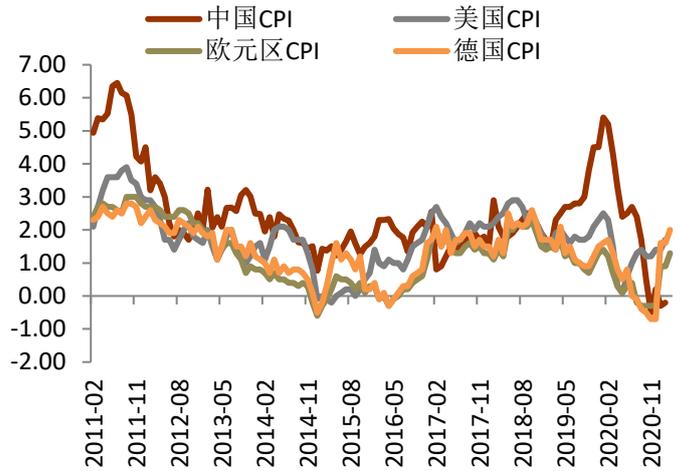
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 11 美国就业情况变化



图表 12 主要经济体 CPI 变化



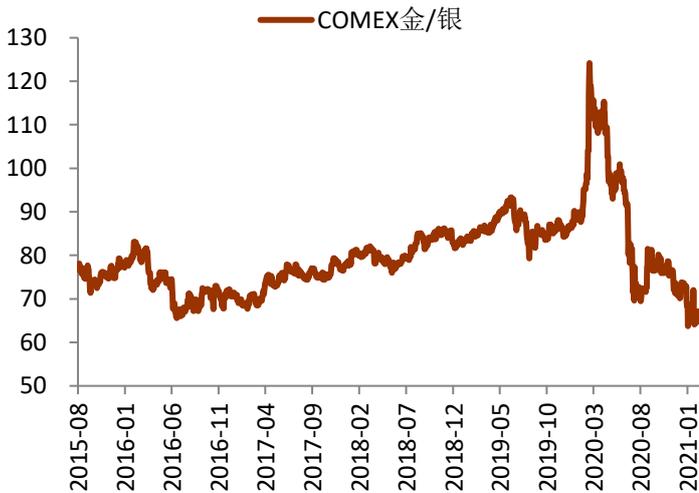
资料来源：Wind，铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

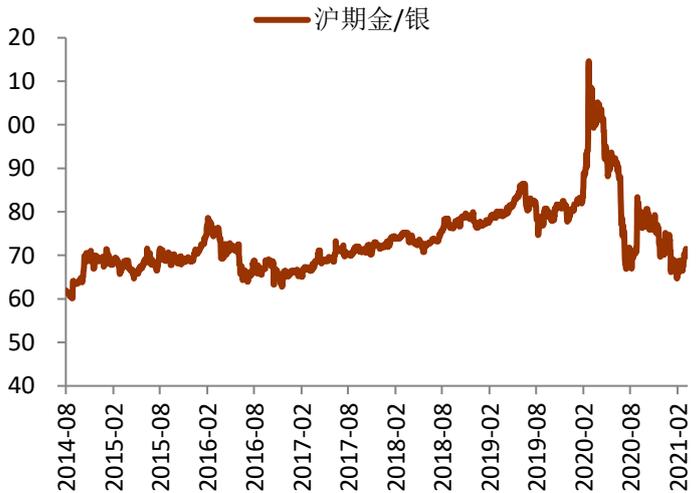
1、金银比价变化

近几个月金银比价的波动率降低。3月因有色金属普遍回调，也带动白银价格走势大幅回调，金银比价整体走强，弱于黄金，COMEX 金银比价从 3月初的 65 一线上涨至 70 附近。进入 4月，贵金属价格从低位反弹，白银价格的反弹之势强于黄金，金银比价又出现回调。我们认为，在今年全球经济复苏前景乐观的预期下，为工业属性更强的白银更有望从今年经济复苏以及新能源转型中受益，预计金银比价将会继续回归。

图表 13 COMEX 金银比价变化



图表 14 沪期金银比价变化



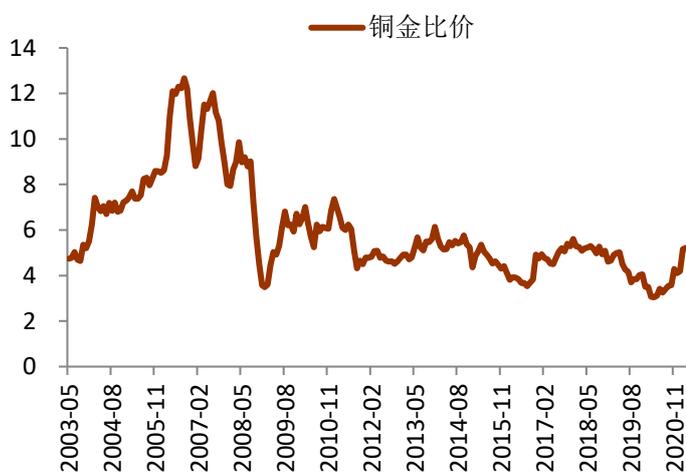
资料来源：Wind，铜冠金源期货

2、铜金比价变化

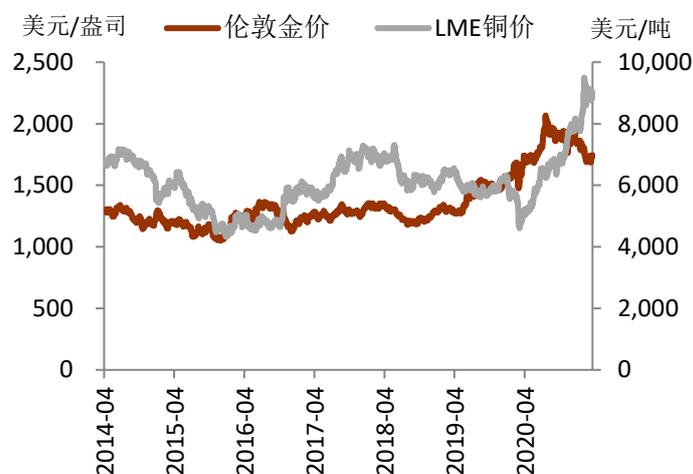
铜作为最主要的基本金属，其价格走势代表了基本金属的整体变化趋势。铜价/黄金的比价可以一定程度上理解为剔除通胀因素和金融属性之后的铜的价格变化。

从历史上看，铜金比价的波动区间很大，在 3-12.2 之间。当前铜金比价在 5.14，处于历史中枢下方。虽然从去年第二季度开始大宗商品价格普遍大涨，但反映了在剔除了金融属性和通胀因素之后的基本金属价格仍处于相对低位。可以认为，大宗商品价格的上涨更多地反映了货币因素的影响。

图表 15 铜金比价变化



图表 16 金价与铜价走势对比



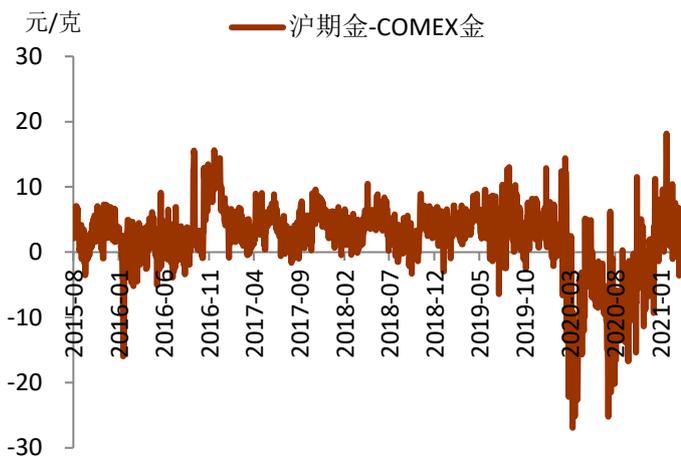
资料来源：Wind，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

进入 2021 年，人民币单边升值的趋势暂缓，对汇率最为敏感的黄金内外盘价差也逐步得到修复。国内外黄金期货的价差已经扭转了去年国内期货价格对 COMEX 期货价格频繁出现贴水的现象，恢复到之前保持升水的状态。沪期金主力合约将在下个月从 2106 合约移仓换月至 2112 合约，国内外黄金期货的价差在日趋收敛。

而白银期货的内外盘价差，仅在今年 1 月底和 2 月初美国散户逼空白银的时候出现过短暂的升水，在今年的其他时间依然维持持续的贴水的状态。白银期货对汇率变化的敏感度不及黄金期货，国内白银期货的价格走势更多受到国内市场情绪的影响。

图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化



图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

4、贵金属库存变化

自从 CME 在 2020 年 3 月底改进交易机制扩大可交割品种之后，COMEX 黄金期货的库存就在迅速增加，在 2 月份达到历史高点 3950 万盎司，之后库存开始下降。截至 2021 年 4 月 7 日，COMEX 黄金期货的库存有 3665 万盎司，合计约 1140 吨，比上个月的库存减少 4.90%，比去年同期增加 1.15 倍。

COMEX 白银期货的库存从 2020 年 6 月开始明显增加，特别是在去年 9 月份大幅增加 3000 万盎司，在今年 2 月份白银库存达到约 4 亿盎司，为历史最高位。截至 2021 年 4 月 7 日，COMEX 白银库存有约 3.69 亿盎司，合计约 11468 吨，比上月减少 4.68%，比去年同期增加 14.76%，白银库存也出现高位回落。

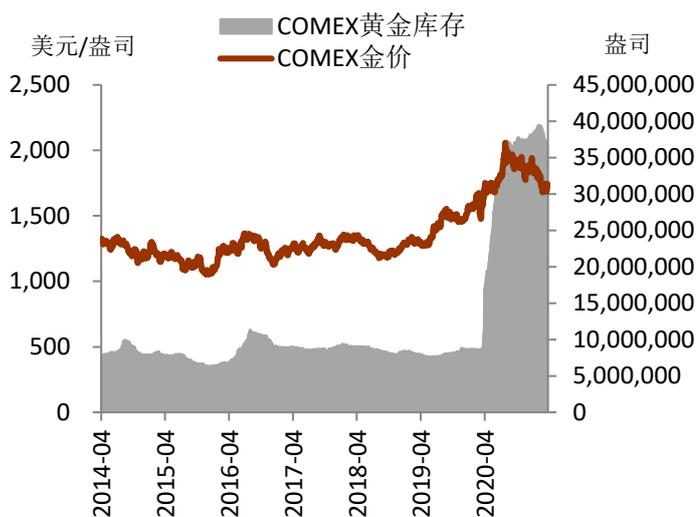
国内两大交易所的白银库存也持续下降。当前上海黄金交易所的白银库存 3600 吨的水平，比 2020 年 9 月初 5280 吨的历史高点大幅下降。上海期货交易所的库存也从 1 月份 2848 吨的高点回落，目前有 2496 吨。目前国内两大交易所的白银库存从 7000 吨以上的历史高位小幅下降至 6100 吨的水平。

图表 19 COMEX 贵金属库存变化

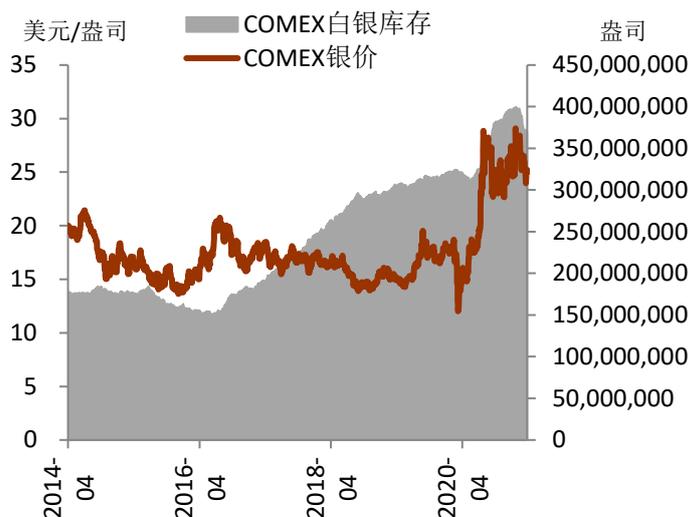
	2020/4/7	2021/3/9	2021/4/7	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	17041120	38542616.56	36652188.6 4	-1890428	-4.90%	19611069	115.08%
白银(千盎司)	321302.6	386827.72	368716.31	-18111	-4.68%	47414	14.76%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 20 COMEX 黄金库存变化



图表 21 COMEX 白银库存变化

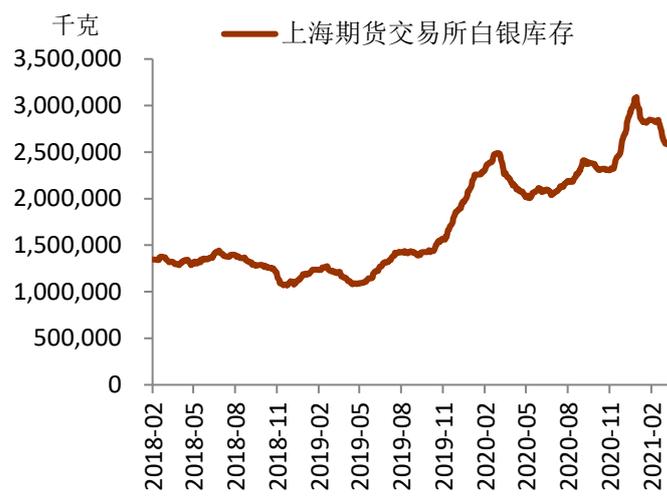


资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 22 上海黄金交易所白银库存变化



图表 23 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

5、金银ETF持仓分析

黄金价格在2020年8月初达到历史高位后持续回调，但投资者对黄金的投资热情直到进入2020年10月才有所下降。截至2021年4月7日，全球最大的黄金ETF - SPDR Gold Trust 持金量为1029吨，已经连续五个月下降。

白银ETF的投资需求在2020年大幅增加，在今年1、2月份也增加明显，直到近两个月才出现回落。可见，当前投资资金对白银的投资热情更强。目前全球最大的白银ETF-

ishares 的白银持有量 17880 吨，比 2 月初超过 2.1 万吨的历史高位有所下降，比上个月减少 3.65%，但比去年同期大幅依然增加了 53%。

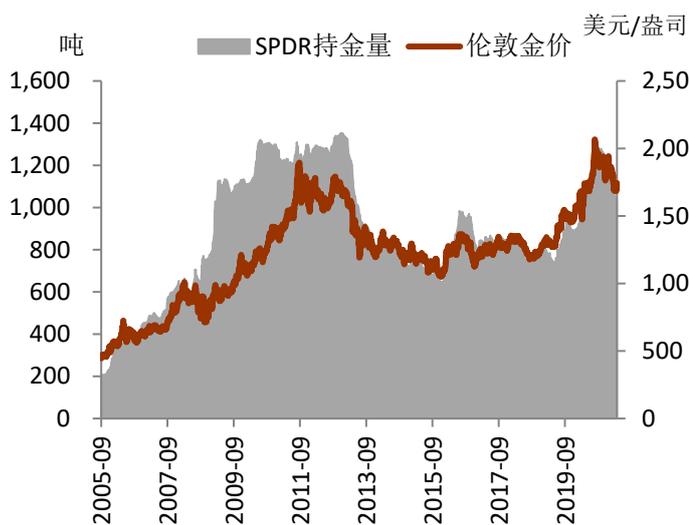
当前的白银 ETF 投资需求明显大于黄金，究其原因，可能是在黄金价格创历史新高后，白银价格仅为历史高点的一半，相对来看，白银仍处于价值洼地，资金流入白银的兴趣更大。另外，今年全球经济复苏的预期，对工业属性更强的白银上涨更加有利。

图表 24 贵金属 ETF 持仓变化

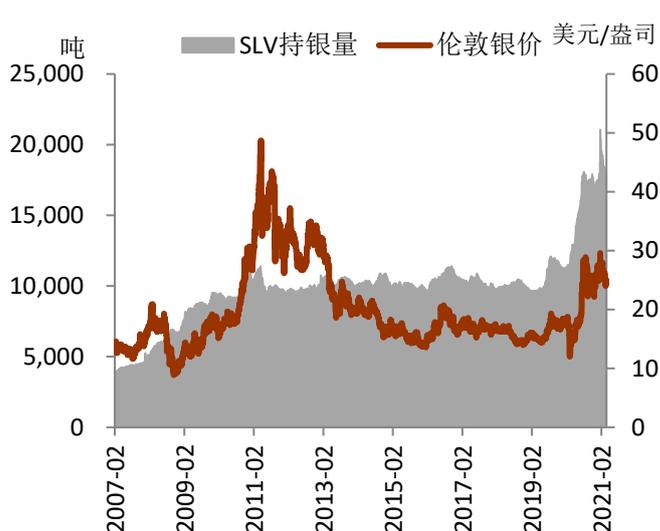
单位：吨	2020/4/8	2021/3/9	2021/4/7	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2860.83	3174.27	3094.09	-80	-2.53%	233	8.15%
SPDR 黄金持仓	949.15	1063.43	1028.69	-35	-3.27%	80	8.38%
ETF 白银总持仓	20421.75	29200.04	28671.91	-528	-1.81%	8250	40.40%
ishares 白银持仓	11688.05	18556.85	17880.11	-677	-3.65%	6192	52.98%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 25 黄金 ETF 持仓变化



图表 26 白银 ETF 持仓变化

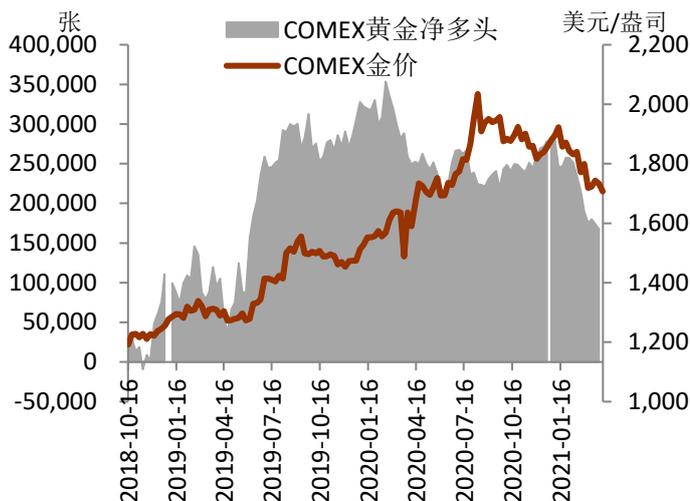


资料来源：Wind，铜冠金源期货

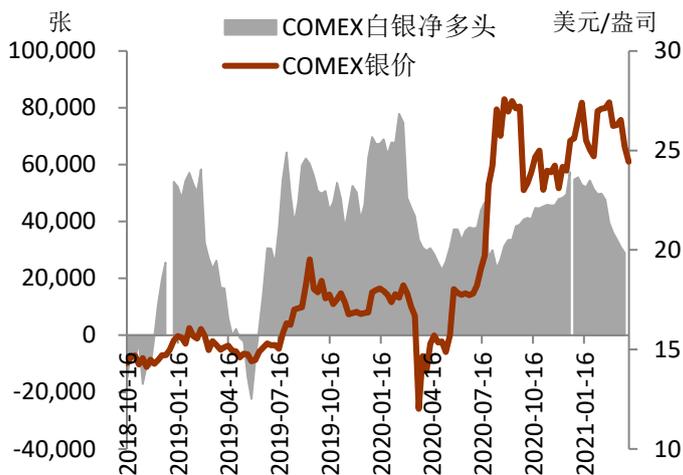
6、CFTC 持仓变化

进入 2021 年之后，金银价格持续走弱，CFTC 的持仓报告也显示，COMEX 黄金白银期货的非商业性净多单的持仓均大幅减少。根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2021 年 3 月 30 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 167528 张，在持续降低；而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 28970 张，比上个月大幅减少近 40%。近一个月，黄金白银期货的非商业性净多持仓都明显减少。

图表 27 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 28 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略：

当前美国政府持续推出经济刺激政策、疫苗接种率的提升、和经济数据的持续好转，都提振了市场对今年美国经济复苏的信心，也使得通胀预期增强。但近期全球疫情的再度反弹为经济复苏前景增添了不确定性。且大国间政治博弈加剧，地区间不稳定因素抬头，市场避险情绪在抬升。虽然我们认为这轮疫情不会影响全球经济复苏的大趋势，但在通胀预期增强和避险情绪再度抬升的支撑下，贵金属价格将从低位反弹。白银价格的走势将会强于黄金。

预计 4 月份国际金价的主要波动区间将在 1680-1850 美元/盎司之间，波动率更大的白银价格的波动区间在 24-28 美元/盎司之间。

投资策略建议：金银逢低做多

风险因素：疫情恶化超预期

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。