

2021年5月10日 星期一



通胀预期抬升

金银将延续涨势

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

要点

- 贵金属的后期走势将取决于经济复苏下通胀预期与流动性收紧预期之间的博弈。由于近期大宗商品普遍上周，短期通胀预期抬升是影响贵金属的主要因素。随着欧美疫情缓解，疫苗接种的不断推进，市场总体避险情绪也在逐步降温，这可能影响贵金属价格的上涨节奏，短期金银价格可能震荡调整，但阶段性涨势还将继续。
- 预计5月份国际金价的主要波动区间将在1750-1900美元/盎司之间，波动率更大的白银价格的波动区间在26-30美元/盎司之间。
- 投资策略建议：金银逢低做多
- 风险因素：美国货币政策提前收紧

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、非农就业数据走弱，美联储提前加息可能性降低	5
2、欧元区经济预期向好，将维持货币宽松	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	8
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

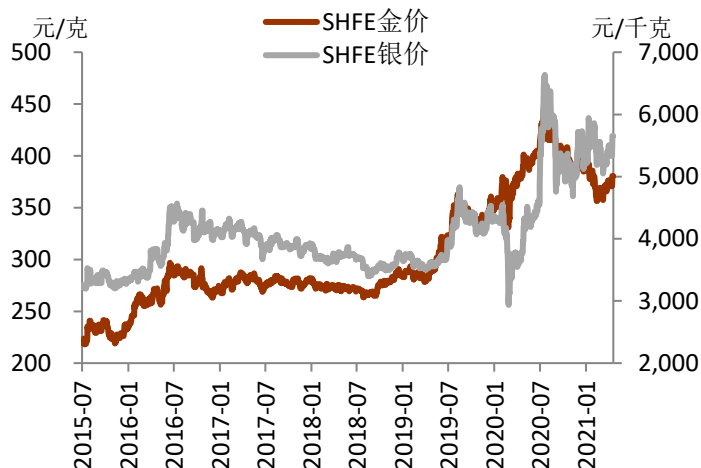
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势.....	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势.....	4
图表 3 金价与美元指数走势变化.....	4
图表 4 金价与美债利率走势变化.....	4
图表 5 金价与 VIX 指数的变化.....	6
图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化.....	6
图表 7 主要经济体 GDP 增速变化.....	7
图表 8 美欧经济意外指数变化.....	7
图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化.....	7
图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化.....	7
图表 11 美国就业情况变化.....	7
图表 12 主要经济体 CPI 变化.....	7
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.....	9
图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化.....	9
图表 20 COMEX 黄金库存变化.....	10
图表 21 COMEX 白银库存变化.....	10
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.....	12
图表 28 CFTC 白银净多头持仓变化.....	12

一、贵金属行情回顾

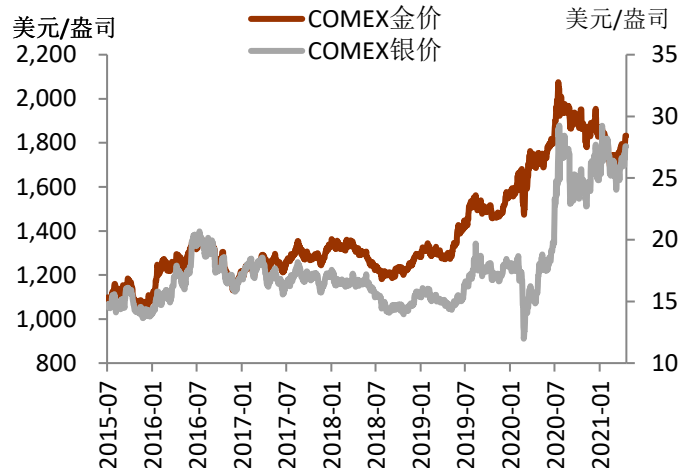
4月贵金属价格从低位反弹。截至3月底，COMEX期金主力合约报收于1768.8美元/盎司，月度涨幅为3.52%；COMEX期银主力合约报收于25.99美元/盎司，月度涨幅为6.32%。大宗商品普遍上涨，影响工业属性更强的白银价格走势更强。近期美元指数继续回落，美债收益率持续调整，均提振了贵金属价格走势。虽然美国的通胀数据明显抬升，但美联储官员一再重申不会因此而提前收紧货币政策，货币维持宽松预期下，美元指数连连下挫，再加上疫情担忧重燃，市场的避险偏好抬升，这都将利好贵金属的走势。因近期人民币兑美元汇率大幅升值，国内金银价格走势弱于外盘。

进入5月，因美国就业数据走弱，美元指数持续回调，叠加通胀预期不断增强，贵金属价格继续保持强势运行。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

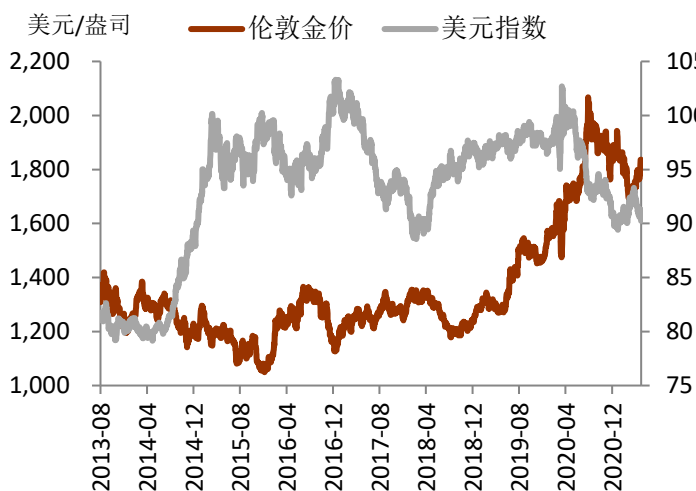


图表2 近5年COMEX金银价格走势

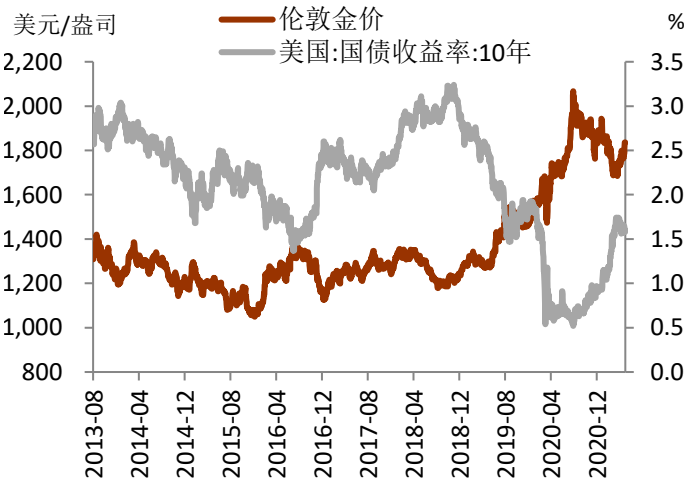


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

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

4月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，市场避险情绪在抬升。美元指数大幅下挫和美债收益率持续调整，均提振了贵金属价格走势。当前美国疫苗接种人数已经过半，欧美疫情形势好转，各地都在积极准备逐步放开疫情限制措施。

1、非农就业数据走弱，美联储提前加息可能性降低

美国3月CPI同比增长2.6%，创2018年8月以来新高。进一步证明随着经济复苏和需求走强，通胀压力正在加大。剔除波动较大的食品和能源后，核心CPI在2月小幅上涨0.1%后，3月上涨了0.3%，也为近七个月最大涨幅。在疫情开始时由于封锁措施和企业大范围关闭而下降，CPI数据和其他许多经济数据一样由于基数低的原因而上升，CPI数据3-5月份的同比增幅将显得尤其大。因疫苗接种推进和大规模财政刺激释放了被压抑的需求，使得市场预期的通胀上升期。虽然美国的通胀数据明显抬升，但美联储一再重申不会因此而提前收紧货币政策。美国4月ISM制造业PMI录得60.7%，低于预期65%，较3月的64.7%回落4个百分点。美国4月ISM服务业指数从3月的历史最高值63.7意外回落至53.1，虽然仍在扩张，但增速温和放缓。这凸显了被压抑的需求释放后，供应链跟不上制造的瓶颈，也会进一步推高通胀压力。

美国至5月1日当周初请失业金人数录得49.8万人，创去年3月14日以来新低。疫苗接种增加和美国援助计划的持续影响将在就业数据中得到反映。但最新公布的美国4月非农就业增长出人意料地疲软，4月非农就业人数增加26.6万，远远不及增加100万的预估中值。3月数据向下修正为增加77万。失业率小幅升至6.1%。美国4月平均小时工资环比上升0.7%，大幅高于预期值0%与前值-0.1%。工资明显提升，企业用工需求较旺盛，就业恢复问题或主要在供给端。即使职位空缺数接近纪录高位，但失业救济金增加和新一轮疫情纾困支票的发放正使人们不愿意重返工作岗位。这种状况阻碍了劳动力市场的发展势头。在非农数据公布后，拜登和耶伦均重申了政府财政支持的重要性，并表示美国经济的复苏之路还有很长的路要走。远不及预期的4月美国非农数据将在一定程度上降低美联储提前加息和提前缩减购债的可能性。超长时间持续宽松的货币政策，及拜登政府推出的2.25万亿美元的基础计划也进一步抬升了通胀预期。

美联储公布4月利率决议会议，维持零利率及QE速度不变，符合市场预期。整体来看，无论是对于经济、通胀基本面还是缩减购债、金融风险等问题，美联储都释放了鸽派表态。我们认为短期内不会有实质性的货币政策调整。

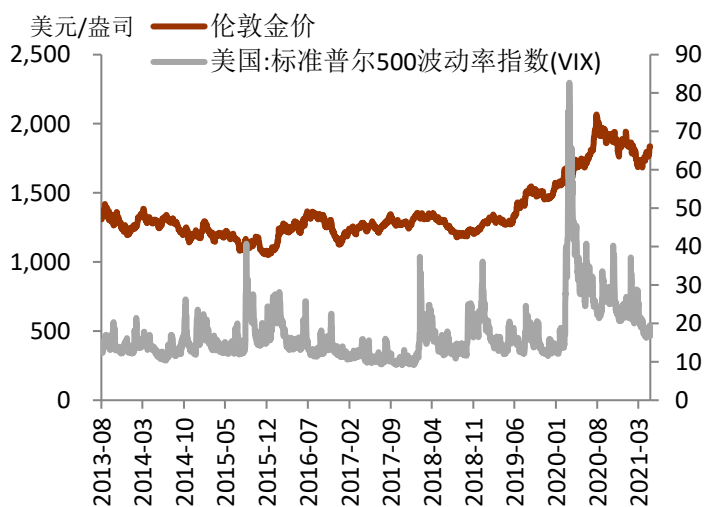
2、欧元区经济预期向好，将维持货币宽松

欧元区4月Markit制造业PMI终值62.9,为1997年6月此项调查开始以来最高水平。欧元区制造业PMI持续走高,反映出经济的持续回暖。欧元区4月工业信心指数录得10.7,远高于预期值4,前值2.1;欧元区4月消费者信心指数终值录得-8.1,与预期持平,高于前值-10.8;4月经济景气指数录得110.3,远高于预期值102.2,前值100.9。经济景气指数和信心指数的大幅改善,反映出在欧洲疫苗接种的加速和确诊病例数的下降情况下,市场对经济形式的预期持续向好。

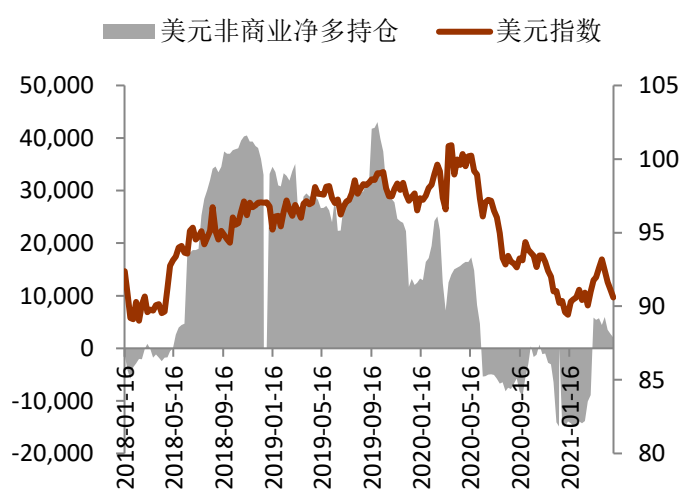
欧元区4月CPI同比增长1.6%,符合预期,前值1.3%。剔除能源和食品后的4月核心CPI初值同比增长0.8%,低于预期1%,前值1%,连续第三个月走低,反映出欧元区目前价格的上涨存在明显的结构性特征。但欧元区3月PPI同比升4.3%,已创两年半新高。在大宗商品的普遍上涨的背景下,PPI的上涨会向CPI传递。相对于美国的通胀数据明显走高,当前欧洲通胀依旧低迷,反映终端需求偏弱。尤其是在新一轮疫情影响下,欧洲不得不加强防控措施,经济复苏进程或再度受干扰。此外,欧央行行长拉加德呼吁实施欧盟复苏基金计划,强调财政刺激措施来支持经济复苏的重要性。

欧洲央行在4月份的议息会议上维持三大关键利率不变,以及1.85万亿欧元的紧急抗疫购债计划(PEPP)规模不变,符合市场预期。并紧急抗疫购债计划(PEPP)将至少持续至2022年3月底。综合考虑对融资条件以及通胀水平的预期,欧央行决定从本季度开始加快购债速度,并强调经济前景仍面临较大不确定性,讨论退出PEPP还为时尚早。预计欧洲央行会将利率维持在目前或更低的水平,直到通胀前景在其预测范围内稳定趋近于2%的水平。

图表5 金价与VIX指数的变化

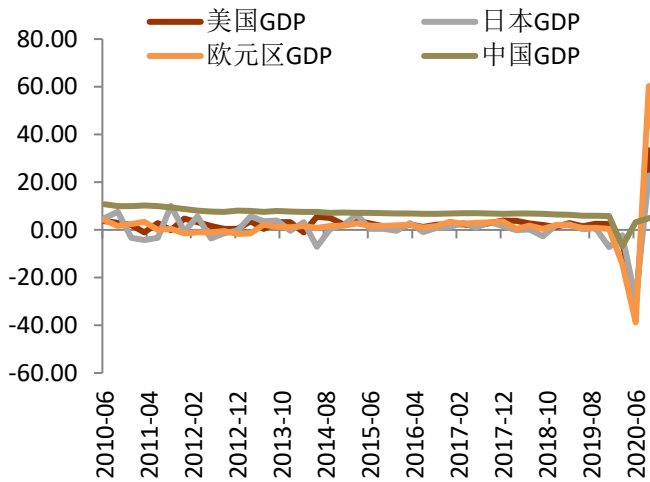


图表6 美元指数与美元指数净头寸变化

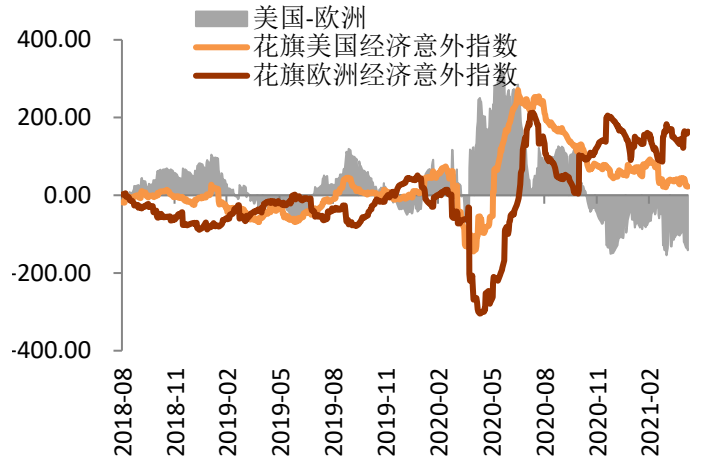


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 主要经济体 GDP 增速变化

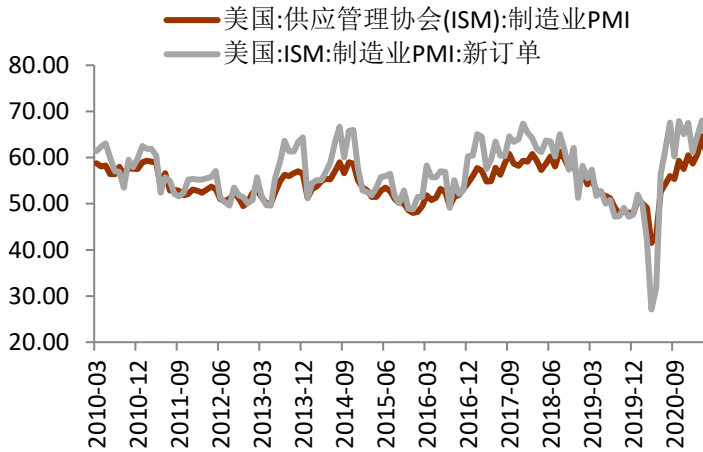


图表 8 美欧经济意外指数变化

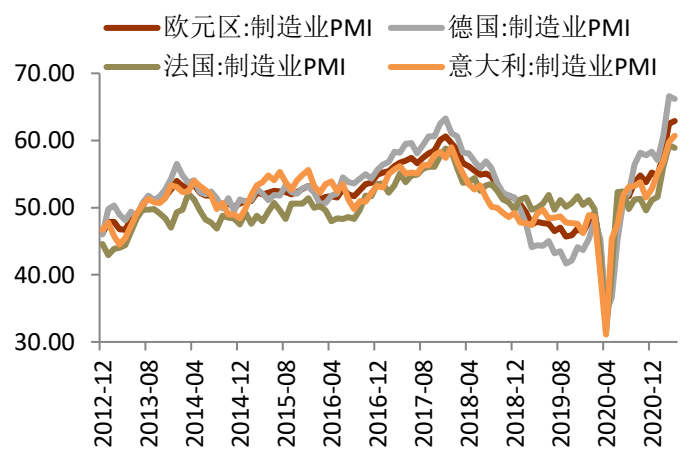


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

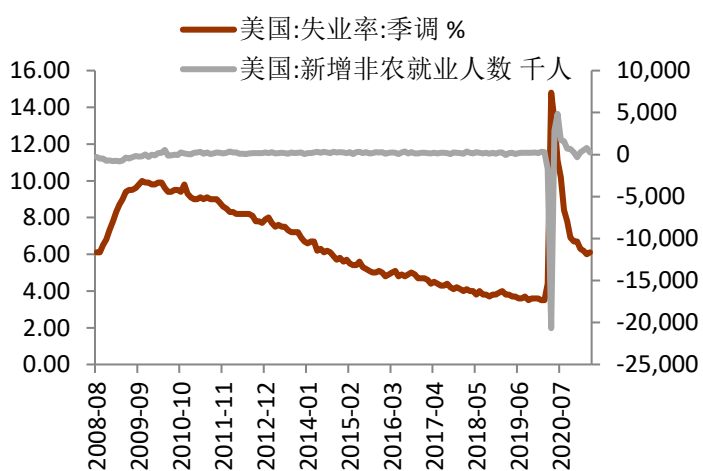


图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化

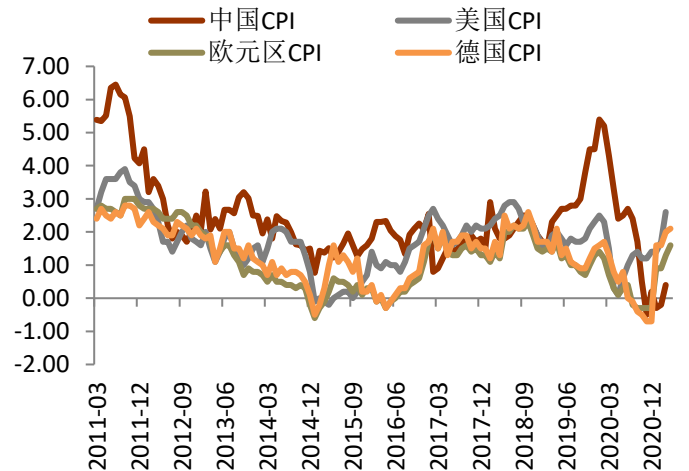


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 11 美国就业情况变化



图表 12 主要经济体 CPI 变化



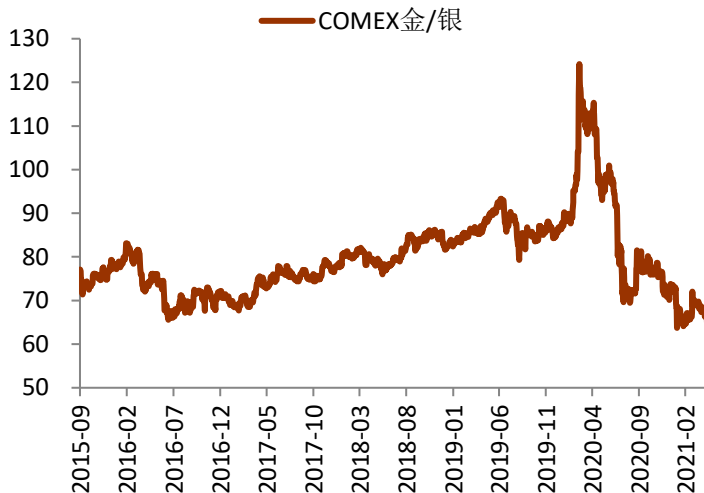
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

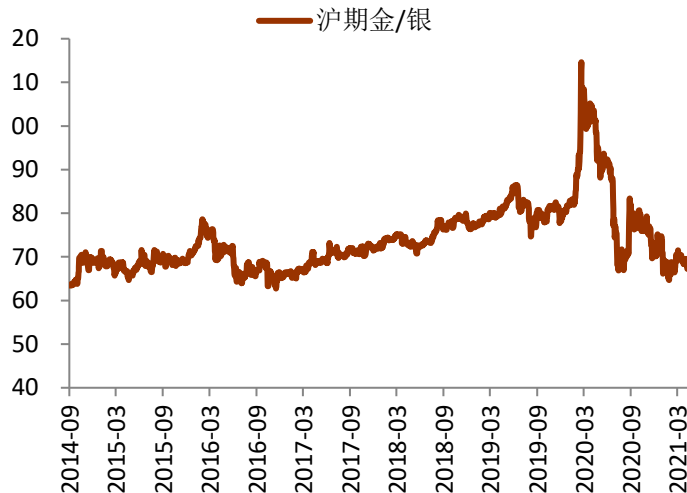
1、金银比价变化

4 月因有色金属普遍大幅上涨，带动白银价格走势强于黄金，金银比价整体走弱。COMEX 金银比价从 4 月初的 70 上方回调至 67 一线。我们前期一直强调，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。市场的走势也证实了我们的观点。在当前大宗商品普遍上涨的情况下，预计白银价格走势将持续强于黄金，金银比价会进一步下性。

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

近期伦铜突破 10000 美元的整数关口，沪铜也突破 77000 元/吨大关，创十六年新高。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。

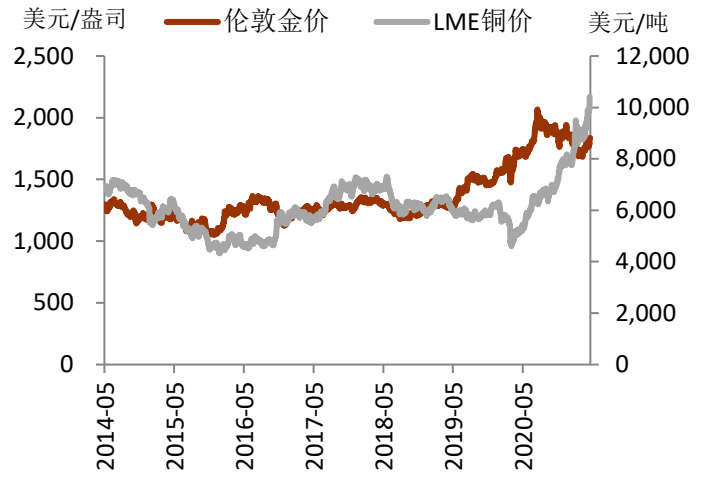
铜价的上涨有基本面的因素，铜矿供应偏紧和下游需求旺盛的格局从去年第二季度一直持续至今。而更多的货币因素的影响，全球持续扩张的流动性带动通胀预期走强，推动铜价不断创新高。

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 5.7 一线，虽然从低位有所反弹，但从处于历史中枢下方。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。铜金比价仍有进一步上涨的动力与空间。

图表 15 铜金比价变化



图表 16 金价与铜价走势对比



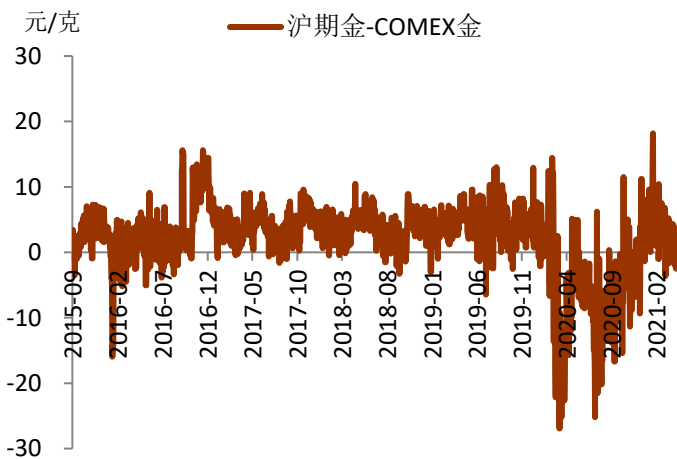
资料来源：Wind，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

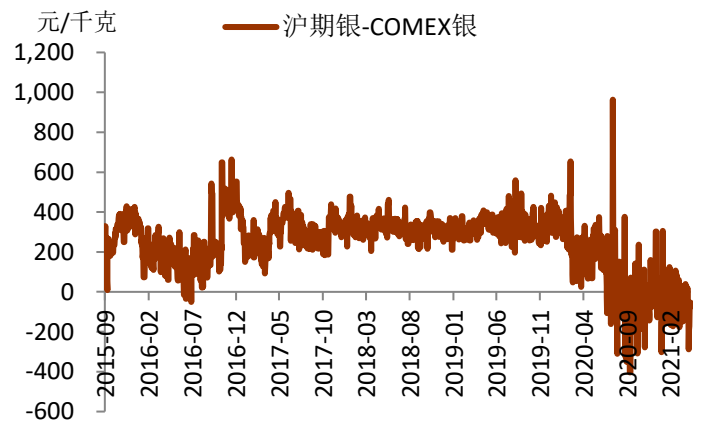
当前临近交割日，国内外黄金白银的期现价差在日趋收敛。本周国内黄金和白银期货的金主力合约均将从 2106 合约移仓换月至 2112 合约，当前国内黄金白银期货的期现价差均回归到零值附件。

由于近期人民币兑美元汇率明显升值，国内期货价格对 COMEX 期货价格的价差又出现了贴水的现象。汇率依然是影响黄金内外盘价差最为敏感的因素。

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 黄金期货的库存存在就迅速增加，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 5 月 7 日，COMEX 黄金期货的库存有 3453 万盎司，合计约 1074 吨，比上个月的库存减少 5.54%，比去年同期增加 58%。

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 5 月 7 日，COMEX 白银库存有约 3.6 亿盎司，合计约 11206 吨，比上月减少 2%，比去年同期增加 14.64%。黄金白银的库存都从 2 月份的高位持续回落。

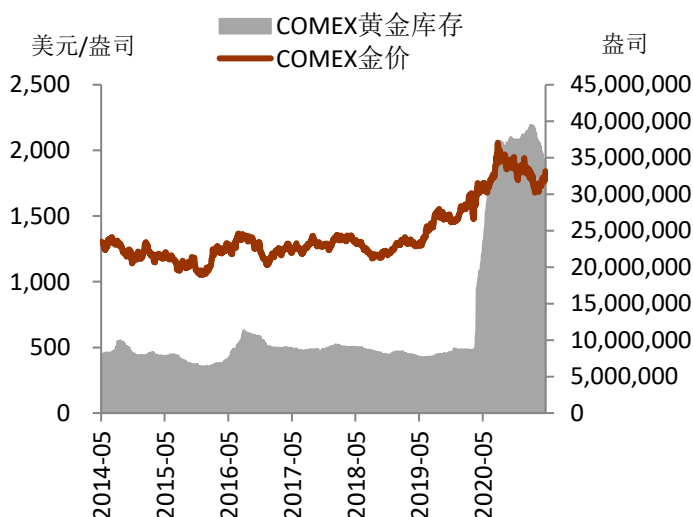
国内两大交易所的白银库存也持续下降。当前上海黄金交易所的白银库存持续降低至 3370 吨，比 2020 年 9 月初 5280 吨的历史高点大幅下降。上海期货交易所的库存也从 1 月份 2848 吨的高点缓慢回落，目前有 2453 吨。目前国内两大交易所的白银库存从 7000 吨以上的历史高位小幅下降至 5823 吨的水平。

图表 19 COMEX 贵金属库存变化

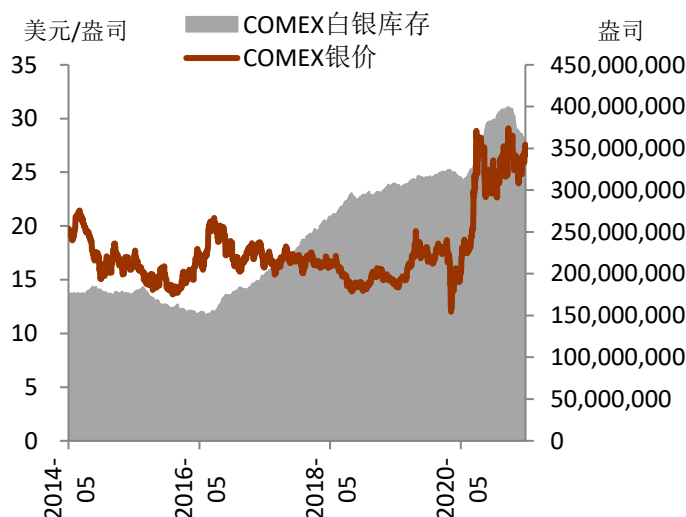
	2020/5/8	2021/4/9	2021/5/7	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	21875480	36561651.42	34534494.36	-2027157	-5.54%	12659014	57.87%
白银(千盎司)	314277	367633.56	360281.13	-7352	-2.00%	46004	14.64%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 20 COMEX 黄金库存变化

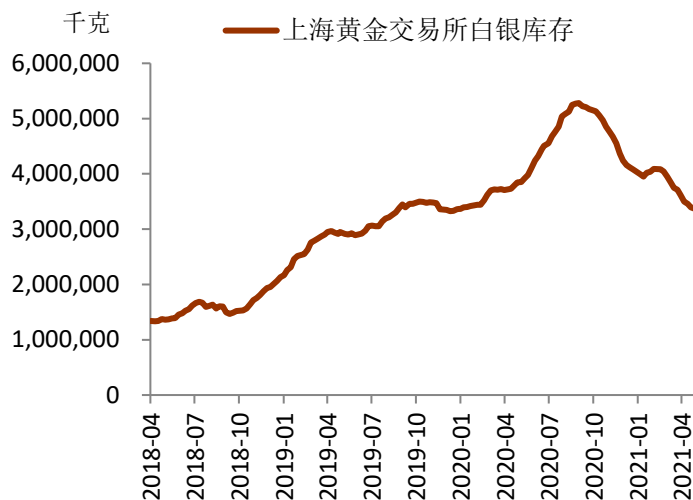


图表 21 COMEX 白银库存变化

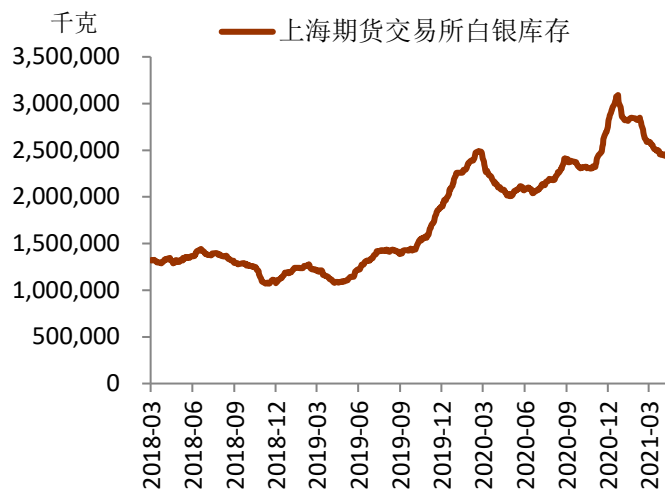


资料来源：Wind，铜冠金源期货

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 5 月 7 日，全球最大的黄金 ETF - SPDR Gold Trust 持金量为 1025 吨，已经连续六个月下降。

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，直到近三个月才出现回落。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 17684 吨，比 2 月初超过 2.1 万吨的历史高位有明显下降，比上个月小幅减少 1.10%，但比去年同期大幅依然增加了 37.57%。可见，今年投资资金对白银的投资热情更强。

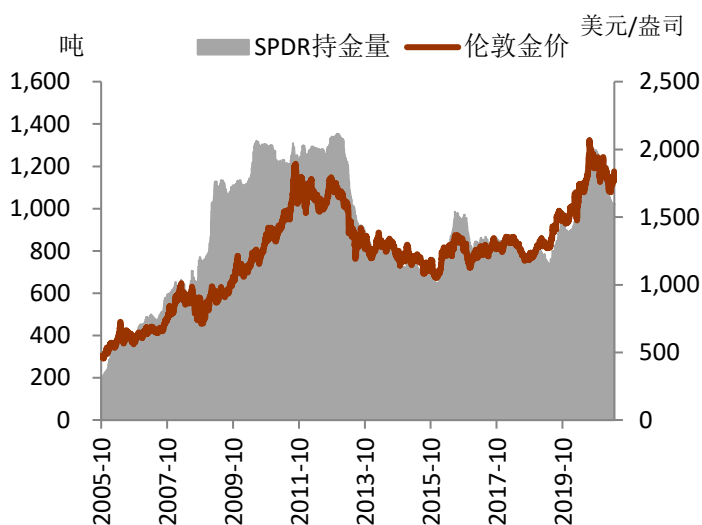
当前的白银 ETF 投资需求明显大于黄金，究其原因，可能是在黄金价格创历史新高后，白银价格仅为历史高点的一半，相对来看，白银仍处于价值洼地，资金流入白银的兴趣更大。另外，今年全球经济复苏的预期，大宗商品普遍上涨，对工业属性更强的白银上涨更加有利。

图表 24 贵金属 ETF 持仓变化

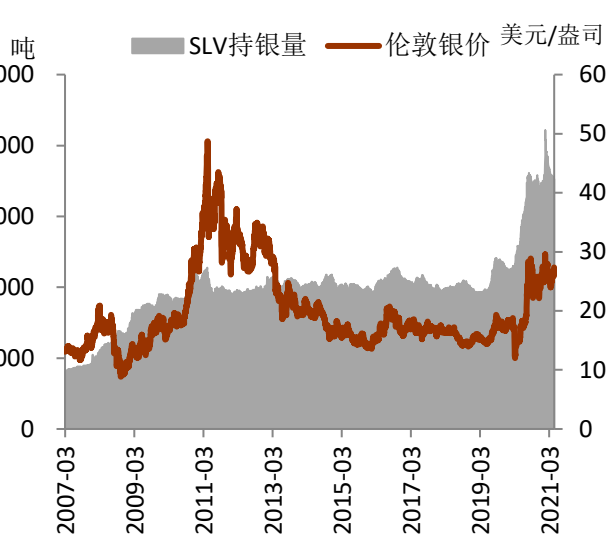
单位：吨	2020/5/8	2021/4/8	2021/5/7	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	3021.23	3092.13	3056.89	-35	-1.14%	36	1.18%
SPDR 黄金持仓	1048.31	1026.07	1025.15	-1	-0.09%	-23	-2.21%
ETF 白银总持仓	20975.58	28676.07	28423.90	-252	-0.88%	7448	35.51%
ishares 白银持仓	12854.83	17880.11	17684.10	-196	-1.10%	4829	37.57%

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

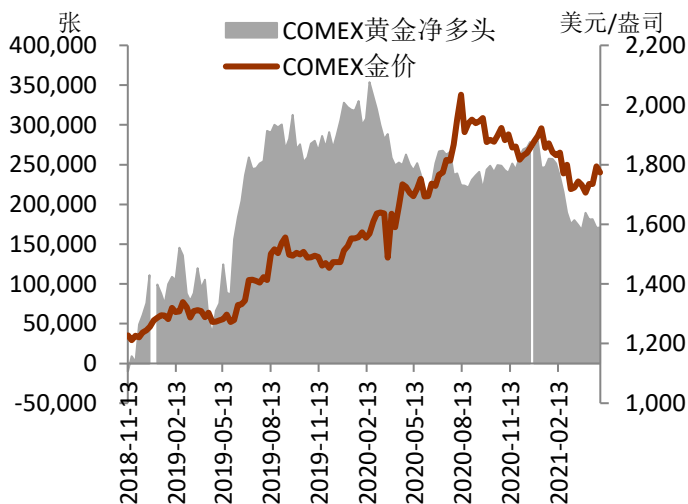


资料来源：Wind，铜冠金源期货

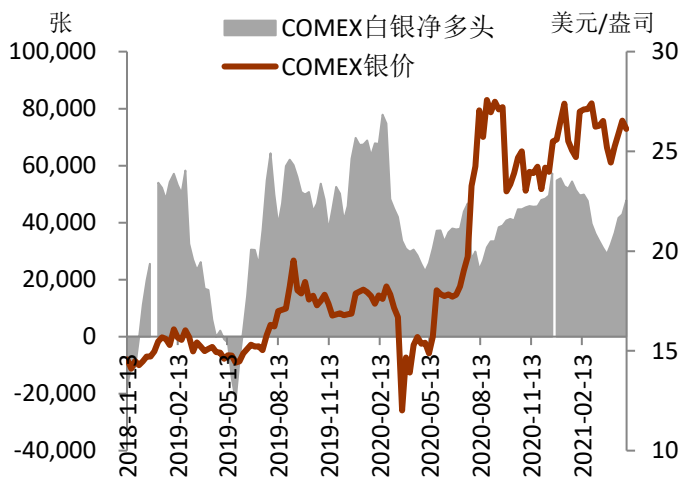
6、CFTC 持仓变化

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：

贵金属的后期走势将取决于经济复苏下通胀预期与流动性收紧预期之间的博弈。由于近期大宗商品普遍上周，短期通胀预期抬升是影响贵金属的主要因素。随着欧美疫情缓解，疫苗接种的不断推进，市场总体避险情绪也在逐步降温，这可能影响贵金属价格的上涨节奏，短期金银价格可能震荡调整，但阶段性涨势还将继续。

预计 5 月份国际金价的主要波动区间将在 1750-1900 美元/盎司之间，波动率更大的白银价格的波动区间在 26-30 美元/盎司之间。

投资策略建议：金银逢低做多

风险因素：美国货币政策提前收紧

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。