



2021年6月3日 星期四

## 货币正常化预期渐起

### 金银后市并不乐观

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。近期欧美通胀数据的飙升，增加了市场对美联储提前收紧流动性的预期。美联储持续维持宽松货币政策的态度将继续使得美元指数承压，提振了贵金属的走势。而下半年美国就业市场供给恢复有望加快，这也支持美联储开启货币正常化进程。预计下半年美联储会逐步向市场释放未来缩减QE的预期。
- 随着欧美疫苗接种的普及，经济的稳步复苏是大概率事件，市场的避险情绪也在逐步降温，难以支撑贵金属价格走势。预计下半年贵金属价格将呈震荡下行走势。6月份国际金价的主要波动区间将在1800-1930美元/盎司之间高位震荡，波动率更大的白银价格将在26-29美元/盎司之间波动。
- 投资策略建议：金银逢高沽空
- 风险因素：美国货币政策超预期宽松

## 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、美国通胀数据加速上行，货币正常化预期渐起.....	5
2、欧元区加速重启，通胀压力加大.....	5
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

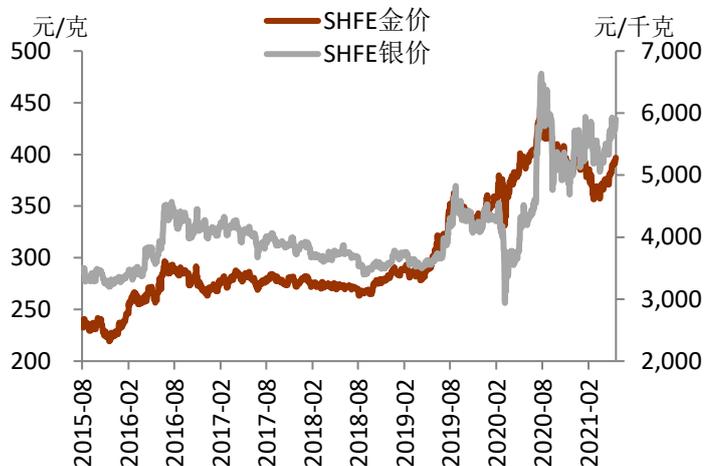
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势 .....	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势 .....	4
图表 3 金价与美元指数走势变化 .....	4
图表 4 金价与美债利率走势变化 .....	4
图表 5 金价与 VIX 指数的变化 .....	6
图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化 .....	6
图表 7 主要经济体 GDP 增速变化 .....	7
图表 8 美欧经济意外指数变化 .....	7
图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化 .....	7
图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化 .....	7
图表 11 美国就业情况变化 .....	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 19 COMEX 贵金属库存变化 .....	10
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 24 贵金属 ETF 持仓变化 .....	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 黄金白银非商业性持仓变化 .....	12
图表 28 CFTC 黄金净多头持仓变化 .....	13
图表 29 CFTC 白银净多头持仓变化 .....	13

## 一、贵金属行情回顾

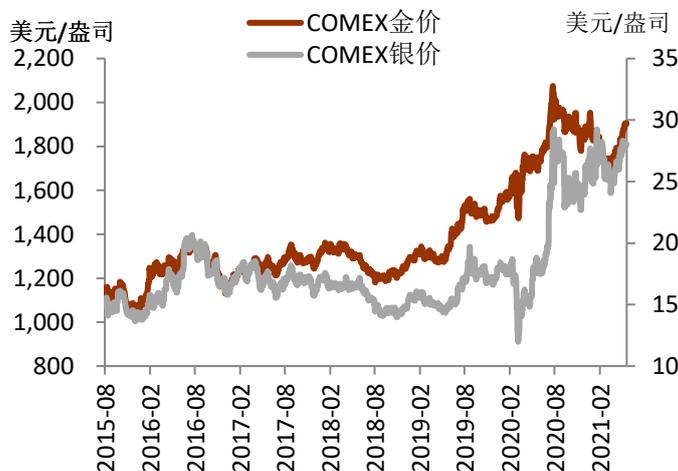
5月贵金属价格延续了之前的涨势。截至5月底，COMEX期金主力合约报收于1909.5美元/盎司，月度涨幅为7.95%；COMEX期银主力合约报收于28.14美元/盎司，月度涨幅为8.27%。虽然美国的通胀数据明显抬升，但美联储官员一再重申不会提前收紧货币政策，在货币维持宽松预期下，美元指数连连下挫，回调至90下方，再加东南亚疫情再度蔓延，市场的避险偏好抬升，这都将提振了贵金属的走势。

进入6月，贵金属价格高位震荡。市场在等待即将公布美国5月非农就业数据落地，以评估美国通胀飙升、就业市场的复苏能否持续，以判断美联储的立场是否会发生变化。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

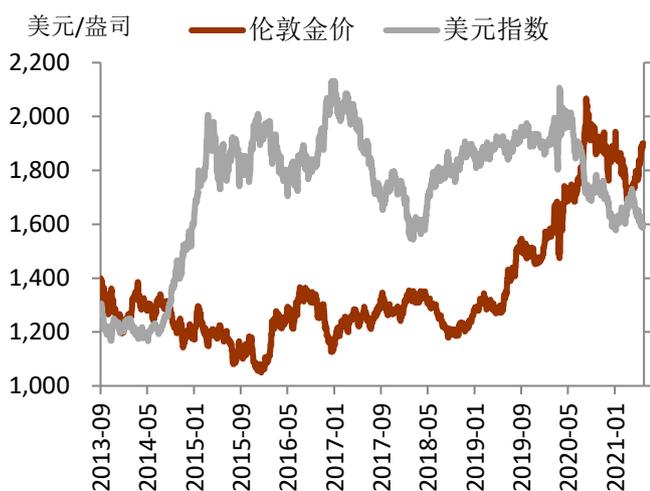


图表2 近5年COMEX金银价格走势

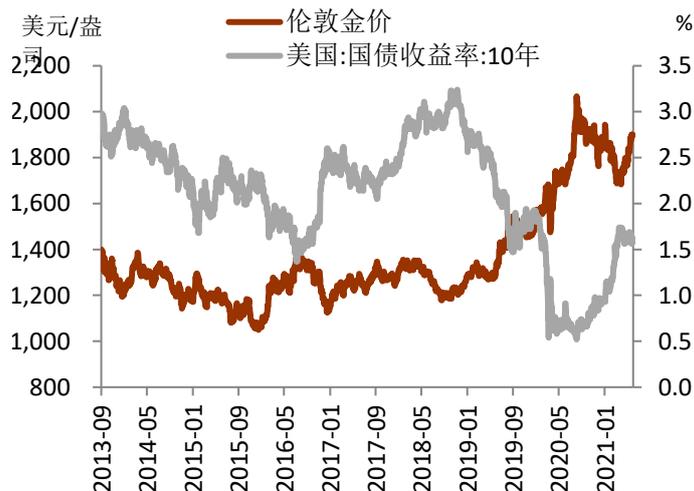


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

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

虽然全球多地再度出现疫情反弹，但主要集中在新兴国家，随着疫苗接种进程的加快，欧美主要经济体并未受到太大影响，制造业仍然强势扩张。

### 1、美国通胀数据加速上行，货币正常化预期渐起

美国 5 月 ISM 制造业 PMI 指数 61.2%，高于市场预期的 60.9%，较 4 月 60.7% 回升。5 月制造业 PMI 仅次于 3 月高点，连续第 12 个月扩张。5 月回升动力主要来自库存、供应商配送和新订单分项，就业和生产分项则出现回落。随着美国国内疫苗接种进程的加快，经济重新开放释放了更多被压抑的需求从而提振了订单。但由于原材料和劳动力的短缺，未完成订单囤积，订单积压创历史新高，前瞻性指标新订单分类指数从 4 月份的 64.3 跃升至 67.0。此外相关物价指数仍处高位，就业指数疲软。总体上看，当前美国制造业主要矛盾是供应链瓶颈。制造业需求增长较强，企业乐观情绪增加，近期美元贬值对于美国制造业也起到了积极贡献。

美国 4 月 CPI 超预期增长 4.2%，创 2008 年金融危机以来将近十三年间最快同比增速，核心 CPI 增长 3%，创二十五年来最快增速。美国 4 月 PPI 同比增 6.2%，创有记录以来最大；4 月核心 PPI 年率 4.1%，前值 3.10%，预期 3.7%。最新公布的美国 4 月核心 PCE 物价指数较上年同期上升 3.1%，超过市场预期的 2.9%，创 1992 年 7 月以来最大同比涨幅。数据进一步佐证通胀压力正在加大，令市场担心通胀数据飙升会使得美联储会比预期提前进入货币正常化进程。

财政刺激政策落地叠加疫苗接种率提高有助于经济活动恢复，推升物价上涨。低基数因素和后疫情时期经济繁荣存在的扭曲是美国通胀第二季度同比异常高值的主因。下半年随着美国接近“群体免疫”，生产端的逐步恢复趋势仍是大概率事件，而需求端在财政补贴退坡后的支撑力度可能减弱，供需缺口有望在第三季度逐步收敛。目前已有多个州计划在 6 月中下旬开始提前结束补充失业救济金，以鼓励劳动力重返就业市场，下半年美国就业市场供给恢复有望加快。这也有助于缓解近期上升的通胀压力，支持美联储开启货币正常化。预计下半年美联储会逐步向市场释放未来缩减 QE 的预期。

### 2、欧元区加速重启，通胀压力加大

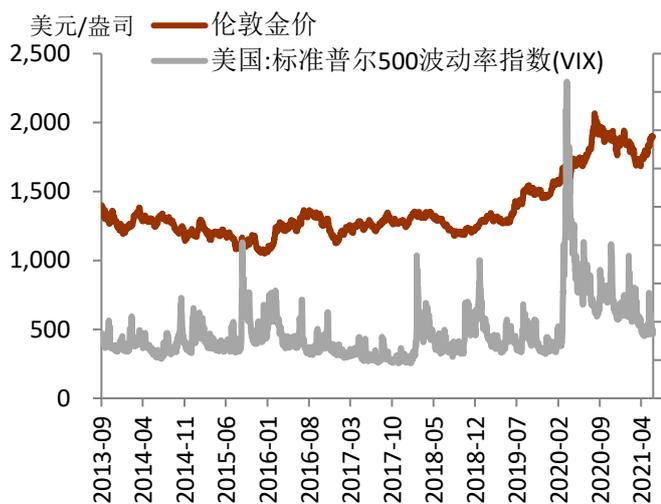
疫苗接种在发达国家顺利推进，特别是近期德国和法国的疫苗接种速度有所加快并维持在高位水平，欧元区正在加速重启。5 月欧元区 Markit 制造业 PMI 为 63.7，继续以近 24 年调查历史上前所未有的速度增长，PMI 连续第三个月打破新纪录。产出增长飙升进一步表明，第二季度经济正在强劲反弹。欧元区、法、意、英 5 月制造业 PMI 均创疫情以来新高。制造业 PMI 的强势表明经济正在走向复苏。供应短缺将导致通胀面临上行压力。

欧元区 5 月 CPI 初值同比上涨 2%，这是自 2018 年 11 月以来的最高值。因能源价格同比上涨 10%，德国 4 月 CPI 同比增长 2.4%，创 2018 年 11 月以来最快增速，远超预期。高于通胀目标的数据证实了通胀压力的加大，这可能在一定程度上归因于基数效应，以及整个地区和全球更高的投入成本通胀。欧元区 5 月核心 CPI 月率初值 0.2%，调和 CPI 同比初值 0.9%，核心通胀数据符合预期，保持在略低于 1% 的水平，需要关注未来几个月的变化趋势。由于总体通胀攀升，欧洲央行避免缩减 QE 言论的形势将越来越复杂。

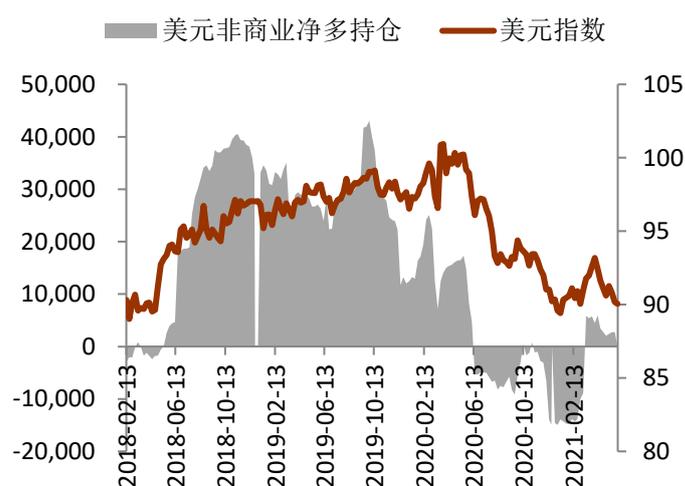
与此同时，欧盟准备筹集约 7500 亿欧元的紧急资金，用于提振 27 个成员国的经济。预计欧元区二季度将摆脱双底衰退。欧央行货币正常化的时点将明显滞后于美联储，PEPP 计划至少持续至 2022 年 3 月，边际政策收紧最早可能出现在 2022 年中期。

中国 5 月财新制造业 PMI 升至 52，为 2021 年以来最高值。5 月制造业继续保持扩张，海内外需求强劲，制造业景气度仍维持较高水平，后疫情时代经济恢复动能犹在。由于全球范围内的原材料和劳动力短缺限制了生产，大宗商品价格普遍上涨，供应链受到干扰，各国均面临通胀压力加大的问题。

图表 5 金价与 VIX 指数的变化

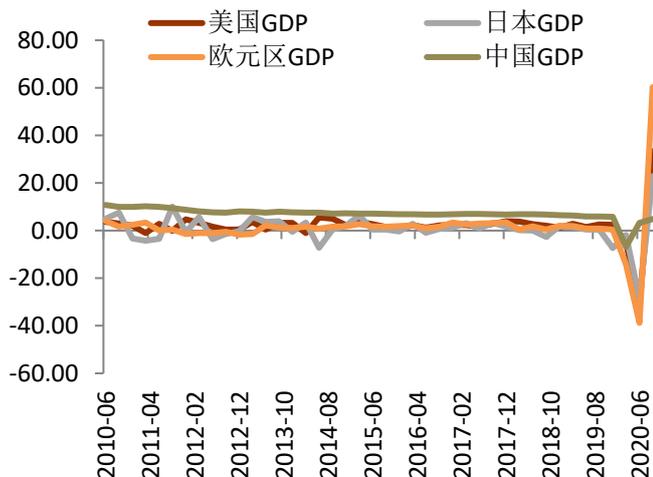


图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化

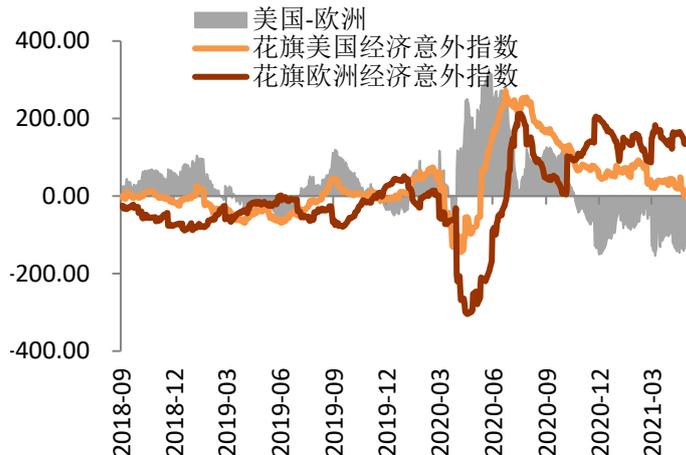


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 主要经济体 GDP 增速变化

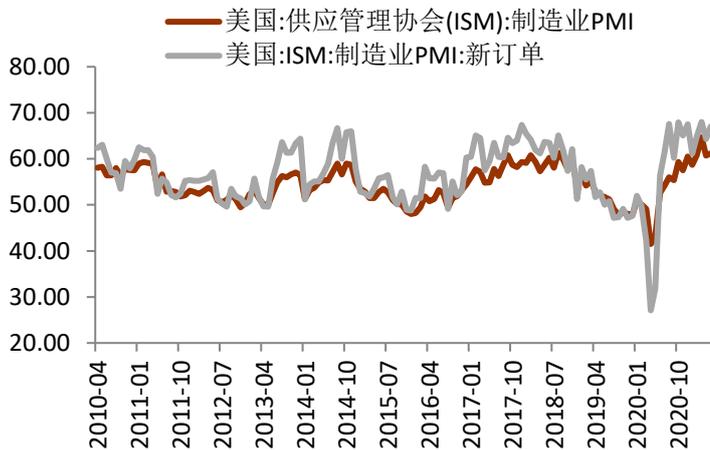


图表 8 美欧经济意外指数变化

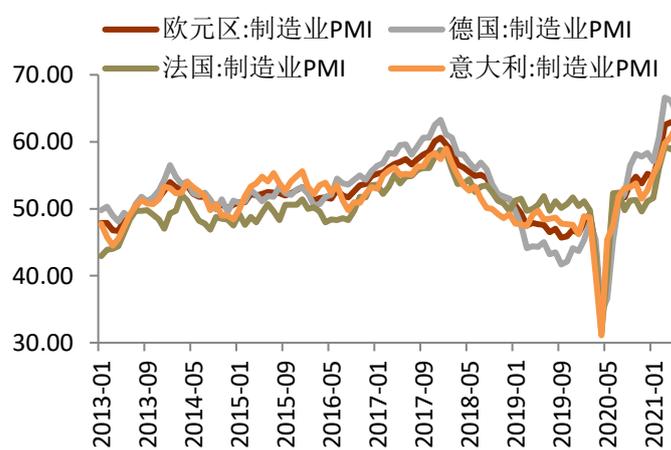


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

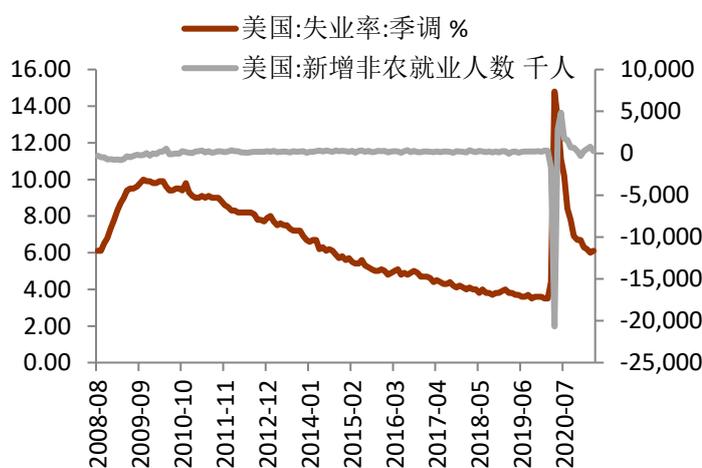


图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化

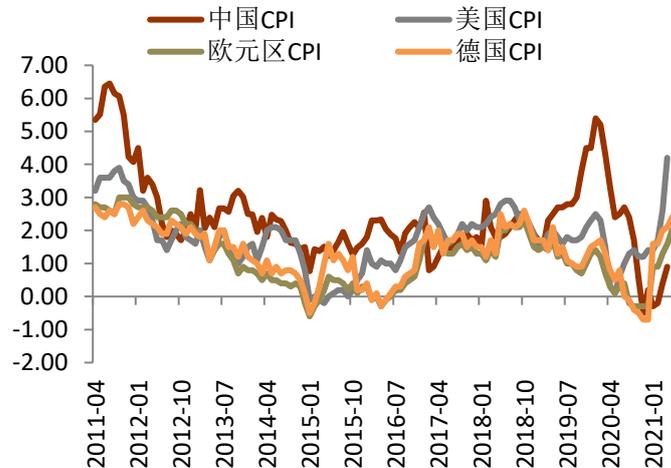


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 11 美国就业情况变化



图表 12 主要经济体 CPI 变化



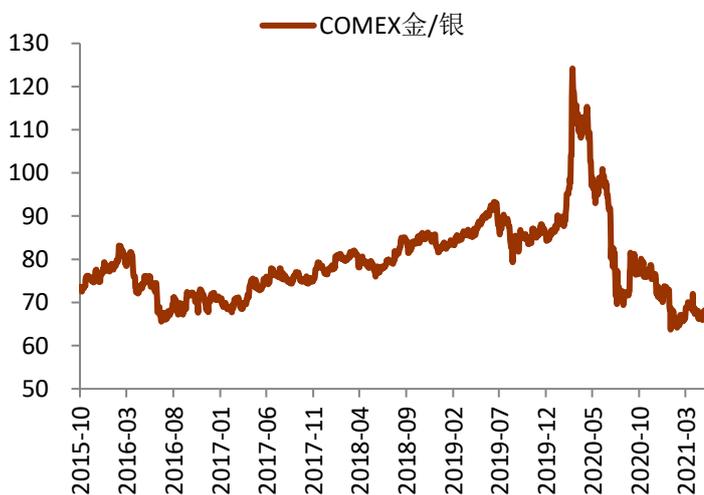
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

### 三、市场结构及资金流向分析

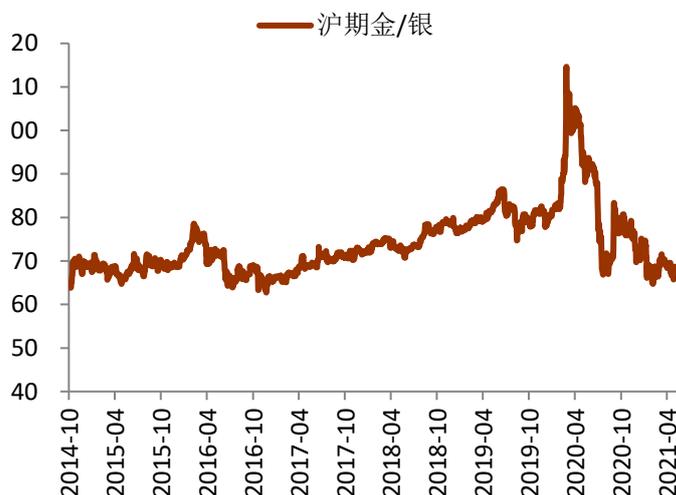
#### 1、金银比价变化

5月金银价格同步走强,金银比价波动很小,COMEX金银比价在66-68之间窄幅波动。一方面,有通胀预期的支撑,黄金价格的走势相对较强;另一方面,5月以铜为代表的有色金属冲高回调,也带动波动性更大的白银价格的下半个月的走势略弱于黄金。虽然近期大宗商品价格在政策的调控的压力下有所回调,但疫情的反复对供应链的扰动依然存在,当前大宗商品的价格未能言顶。如果有色金属价格后期会再度上涨,那么白银价格走势将会强于黄金,预计金银比价会进一步下行。

图表 13 COMEX 金银比价变化



图表 14 沪期金银比价变化



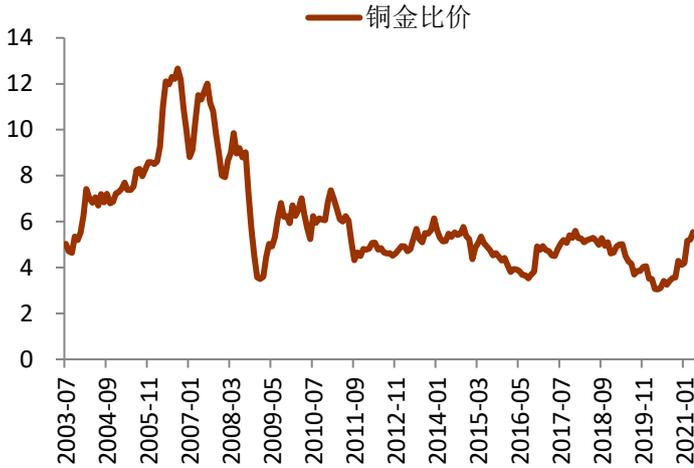
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

#### 2、铜金比价变化

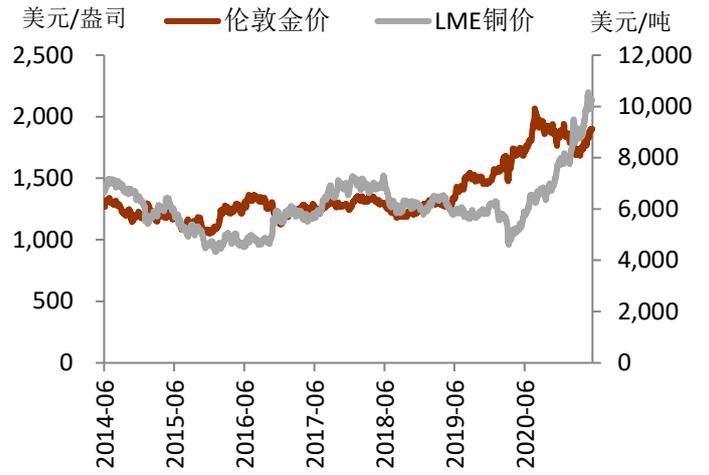
伦铜在5月10日冲高至10747.5美元/吨的历史高位后小幅回落。铜作为最主要的基本金属,其价格走势代表了基本金属的整体变化趋势。铜价/黄金价格的比价可以一定程度上理解为剔除通胀因素和金融属性之后的铜的价格变化。

从历史上看,铜金比价的波动区间很大,在3-12.2之间。当前铜金比价虽然从低位反弹至5.3一线,但从处于相对较低的位置。反映了在剔除了金融属性和通胀因素之后的铜价依然处于相对低位。此轮铜价的上涨虽然有供需基本面的因素,但更多的是货币因素的影响。在当前以美联储为首的全球央行持续保持宽松货币政策的背景下,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



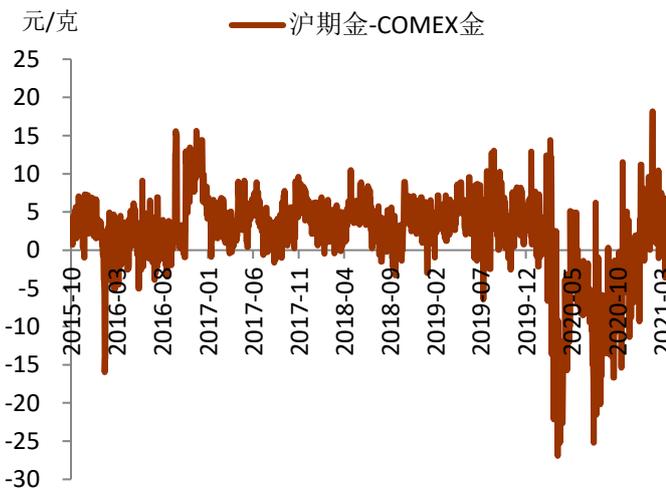
资料来源：Wind，铜冠金源期货

### 3、期现及跨期价差变化

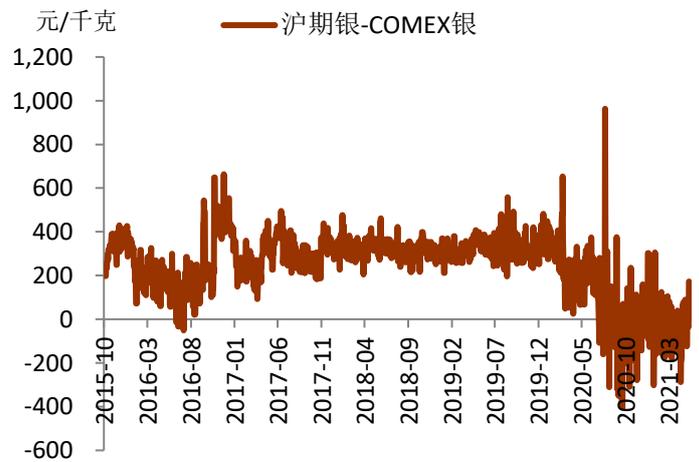
国内黄金白银期货的主力合约在 5 月中旬从 2106 合约移仓换月至 2112 合约。国内黄金白银期货的期现价差季节性扩大。

汇率依然是影响黄金内外盘价差最为敏感的因素。由 5 月人民币兑美元汇率明显升值，一直对外盘保持升水的国内黄金白银期货价格并未出现升水扩张，反而出现贴水的现象。当前央行有意维稳人民币汇率，5 月 31 日，央行宣布自 6 月 15 日开始上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点。离岸人民币兑美元汇率即连续走高。预计近期人民币对美元汇率会维持震荡或小幅贬值，黄金白银的内外盘价差会有所扩大。

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，之后库存开始持续下降。截至 2021 年 6 月 2 日，COMEX 黄金期货的库存有 3455 万盎司，合计约 1075 吨，比上个月的库存减少 0.69%，比去年同期增加 24%。

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 6 月 2 日，COMEX 白银库存有约 3.5 亿盎司，合计约 10965 吨，比上月减少 2.43%，比去年同期增加 13%。COMEX 黄金白银的库存都从 2 月份的高位持续回落。

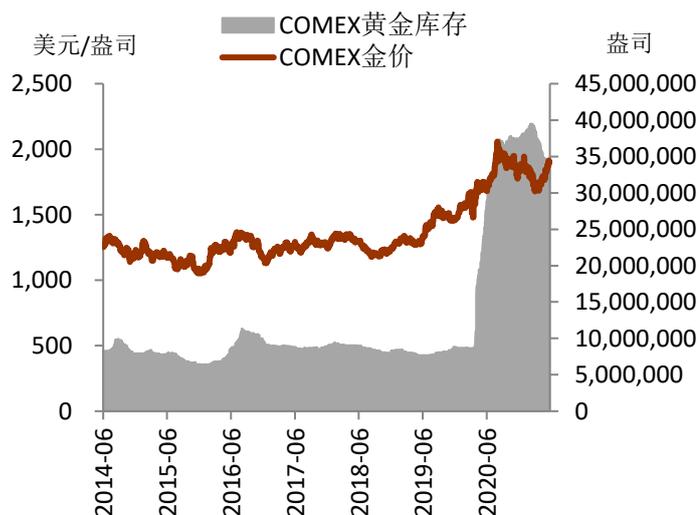
国内两大交易所的白银库存也持续下降。当前上海黄金交易所的白银库存从 2020 年 9 月初 5280 吨的历史高点持续下降，已大幅降低至 3289 吨。上海期货交易所的库存也从 1 月份 2848 吨的高点缓慢回落，目前有 2356 吨。目前国内两大交易所的白银库存从合计 7000 吨以上的高位小幅下降至 5646 吨的水平。

图表 19 COMEX 贵金属库存变化

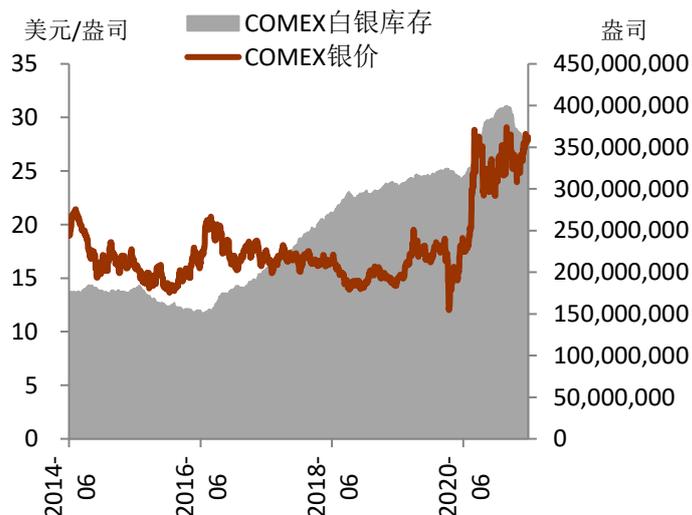
	2021/6/2	2021/5/1	2020/6/1	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	34565277	34806631	27889724	-241354	-0.69%	6675553	23.94%
白银(千盎司)	352556012	361318006	311986821	-8761994	-2.43%	40569191	13.00%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 20 COMEX 黄金库存变化



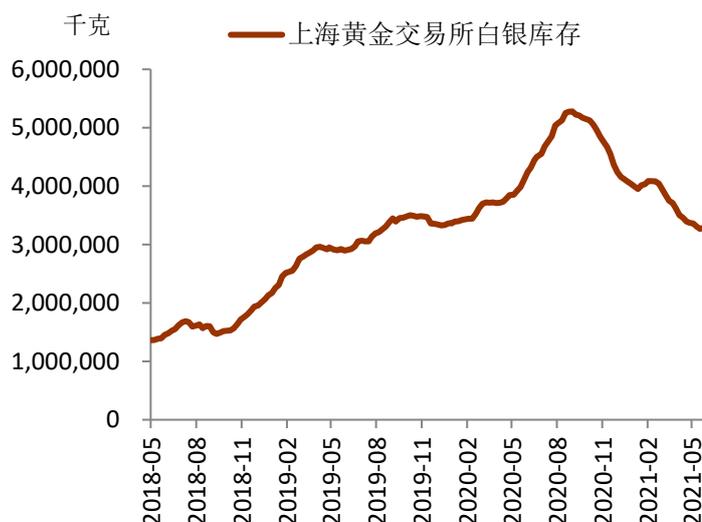
图表 21 COMEX 白银库存变化



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 6 月 1 日，全球最大的黄金 ETF - SPDR Gold Trust 持金量为 1045 吨，在连续六个月下降后首次出现环比增加。

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，之后三个月持续减少。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 17936 吨，比 2 月初超过 2.1 万吨的历史高位有明显下降，但比上个月小幅增加了 1.62%，比去年同期大幅依然增加了 31%。可见，5 月份资金对黄金白银的投资热情增强。

相对来看，今年资金对白银 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，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下，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

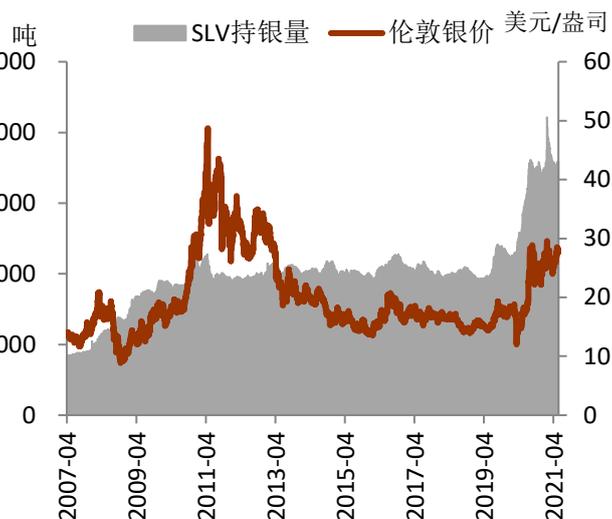
单位：吨	2020/6/2	2021/5/3	2021/6/1	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	3125.44	3093.33	3147.96	55	1.77%	23	0.72%
SPDR 黄金持仓	1113.78	1017.04	1045.83	29	2.83%	-68	-6.10%
ETF 白银总持仓	22987.72	28663.32	29199.46	536	1.87%	6212	27.02%
ishares 白银持仓	13690.44	17650.64	17936.56	286	1.62%	4246	31.02%

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

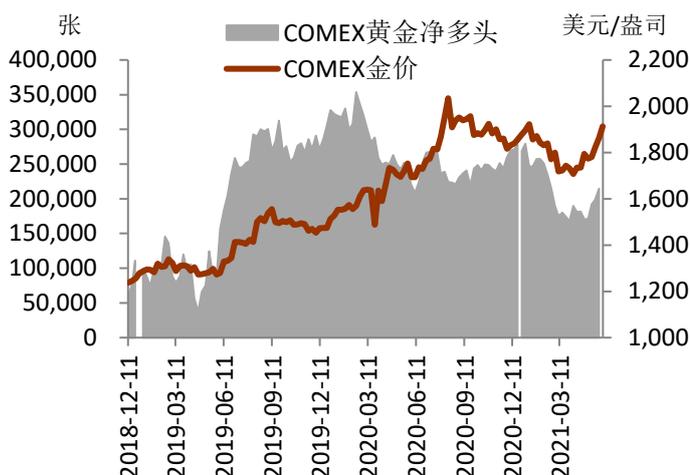
进入 2021 年之后，金银价格持续走弱，COMEX 黄金白银期货的非商业性净多单的持仓也持续大幅减少，直到进入 4 月份才开始增加。根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2021 年 5 月 25 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 214642 张，近一个月持续增加；而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 50482 张，近两周小幅减少。与上月同期相比，黄金白银期货的非商业性净多持仓环比都在增加，投机资金近期对黄金的兴趣更大。

图表 27 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2021-05-25	288266	73624	214642	15753
2021-05-18	290267	91378	198889	6634
2021-05-11	282161	89906	192255	21514
2021-05-04	270194	99453	170741	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2021-05-25	86013	35531	50482	-499
2021-05-18	86640	35659	50981	-1862
2021-05-11	86397	33554	52843	4976
2021-05-04	78858	30991	47867	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 28 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 29 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。近期欧美通胀数据的飙升，增加了市场对美联储提前收紧流动性的预期。美联储持续维持宽松货币政策的态度将继续使得美元指数承压，提振了贵金属的走势。而下半年美国就业市场供给恢复有望加快，这也支持美联储开启货币正常化进程。预计下半年美联储会逐步向市场释放未来缩减QE的预期。

随着欧美疫苗接种的普及，经济的稳步复苏是大概率事件，市场的避险情绪也在逐步降温，难以支撑贵金属价格走势。预计下半年贵金属价格将呈震荡下行走势。6月份国际金价的主要波动区间将在1800-1930美元/盎司之间高位震荡，波动率更大的白银价格将在26-29美元/盎司之间波动。

投资策略建议：金银逢高沽空

风险因素：美国货币政策超预期宽松

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。