



2021年7月5日 星期一

货币正常化预期发酵

金银价格重心将下移

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

要点

- 当前美国经济稳步复苏、通胀压力加大，宏观情绪仍在改善，“平均通胀目标制”推迟了美联储的紧缩节奏，货币的边际收紧只会迟到不会缺席，预计美联储将会在今年第四季度开启货币正常化进程，当前已进入预期发酵阶段。且美联储的货币政策立场较欧央行更加鹰派，这将对美元形成支撑，预计下半年美元指数将有望持续反弹。
- 我们认为贵金属仍处于调整格局之中，预计2021下半年金银价格的重心会进一步下移。COMEX期金主力合约的主要波动区间在1600-1850美元/盎司之间。COMEX期银主力合约的主要波动区间在22-28美元/盎司之间。
- 投资策略建议：金银以逢高沽空操作为主，套保企业可积极参与卖出套保
- 风险因素：病毒变异导致疫情控制不及预期，美国经济复苏情况差于预期

目录

一、贵金属行情回顾.....	5
二、宏观因素分析.....	6
1、美国 6 月就业数据背离，劳动力市场将持续复苏	6
2、“平均通胀目标制”下美联储紧缩推迟，当前已进入预期发酵阶段	6
3、欧洲经济制造业仍强劲，通胀压力有限	7
三、黄金的供需基本面分析.....	9
1、黄金的供应量持续下降	9
2、全球黄金需求明显下滑	9
3、金饰需求从去年的断崖式下跌中恢复	10
4、央行购金放缓，仍连续 11 年净买入	12
四、市场结构分析.....	13
1、金银比价变化.....	13
2、铜金比价变化.....	14
3、贵金属库存变化.....	15
4、贵金属黄金的投资需求旺盛，白银 ETF 持仓大幅增加	17
5、CFTC 持仓变化.....	18
五、行情展望及操作策略.....	18

图表目录

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势.....	5
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势.....	5
图表 3 金价与美元指数走势变化.....	5
图表 4 金价与美国实际利率走势变化.....	5
图表 5 主要经济体 GDP 增速变化.....	7
图表 6 全球主要经济体经济意外指数.....	7
图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化.....	8
图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化.....	8
图表 9 美国就业情况变化.....	8
图表 10 主要经济体 CPI 变化.....	8
图表 11 金价与 VIX 指数变化.....	8
图表 12 美元指数与美国 GDP 全球占比.....	8
图表 13 全球黄金供应量变化(单位：吨).....	9
图表 14 2016-2020 年全球黄金需求量 (单位：吨).....	10
图表 15 全球黄金需求变化.....	11
图表 16 主要经济体黄金需求变化.....	11
图表 17 中国黄金需求备变化.....	11
图表 18 印度黄金需求备变化.....	11
图表 19 中国金银珠宝零售额变化.....	12
图表 20 中国印度金饰消费大幅下降.....	12
图表 21 各国黄金储备数量及排名.....	13
图表 22 全球主要央行储备变化.....	13
图表 23 中国和俄罗斯央行持续增持黄金.....	13
图表 24 1972 年以来伦敦现货金银价格变化.....	14
图表 25 伦敦现货金银比价的变化.....	14
图表 26 COMEX 金银比价变化.....	14
图表 27 沪期金银比价变化.....	14

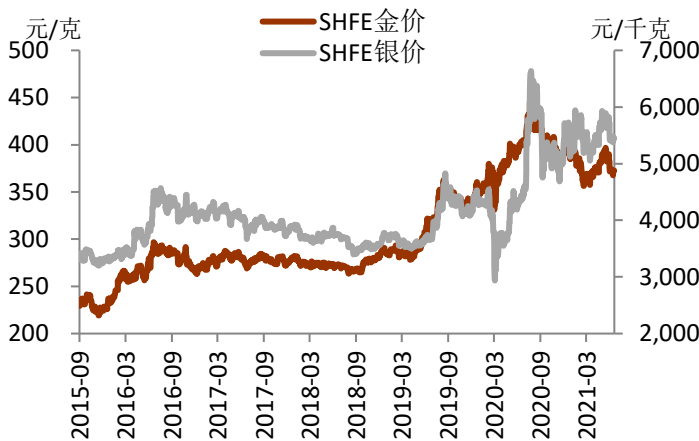
图表 28 铜金比价变化.....	15
图表 29 金价与铜价走势对比.....	15
图表 30 COMEX 贵金属库存变化	16
图表 31 COMEX 黄金库存变化	16
图表 32 COMEX 白银库存变化	16
图表 33 上海黄金交易所白银库存变化.....	16
图表 34 上海期货交易所白银库存变化.....	16
图表 35 贵金属 ETF 持仓变化.....	17
图表 36 黄金 ETF 持仓变化.....	17
图表 37 白银 ETF 持仓变化.....	17
图表 38 CFTC 黄金净多头持仓变化.....	18
图表 39 CFTC 白银净多头持仓变化.....	18

一、贵金属行情回顾

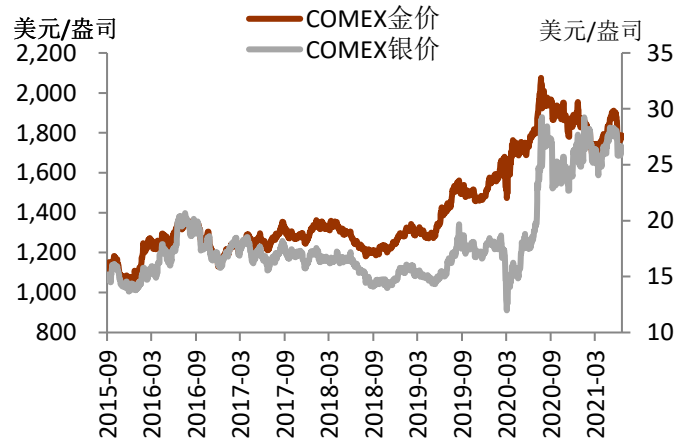
2021年上半年贵金属价格呈震荡走势。年初至今，贵金属价格走势可以分为三个阶段：第一个阶段为今年年初至3月，拜登新任美国总统后，对疫情的防控加强，叠加大规模的基建刺激计划，美国经济复苏的势能良好，市场的风险偏好抬升，贵金属价格回落。COMEX期金主力合约从年初1962美元/盎司的高位震荡回落至1673美元/盎司。此阶段，因大宗商品价格普遍上涨，工业属性更强的白银价格的走势非常抗跌，呈现出高位震荡。第二个阶段为今年3月至6月初，欧美疫情出现反弹，再加上美国通胀数据飙升，贵金属价格从低位反弹至1920美元/盎司一线。第三个阶段为6月初至今，不断走高的通胀数据令市场对美联储提早加息的预期增强，美联储在6月的议息会议上释放加息信号，贵金属价格再度下挫。今年上半年，COMEX期金主力合约跌幅达6.3%，COMEX期银主力合约跌幅仅为0.4%。当前国际金价在1800美元/盎司下方震荡盘整。

今年人民币兑美元单边升值的趋势暂缓，出现双向波动。整体来看，国内金价的走势略强于外盘，而银价的走势弱于外盘。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

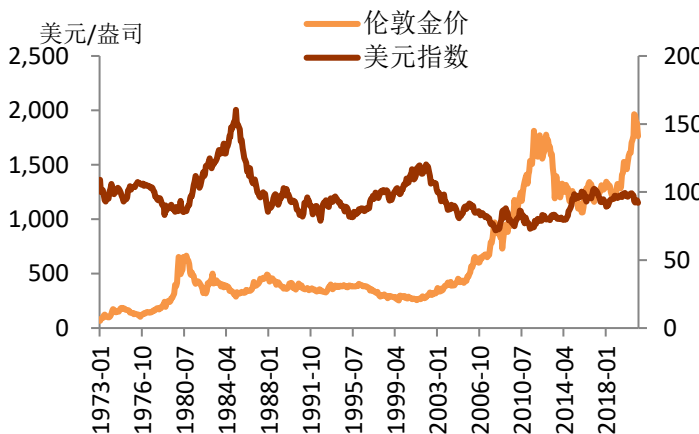


图表2 近5年COMEX金银价格走势

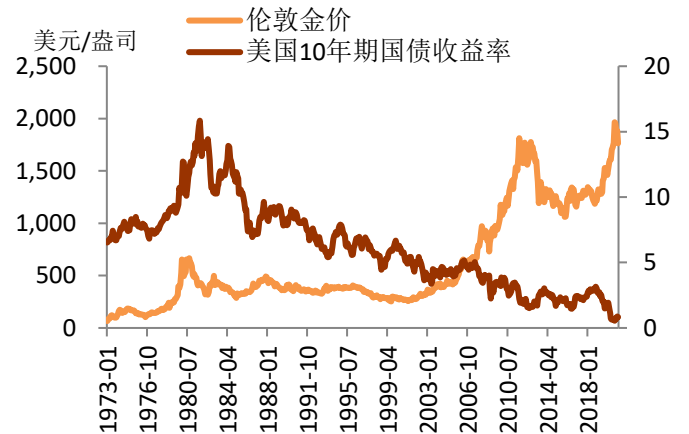


数据来源：Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表3 金价与美元指数走势变化



图表4 金价与美国实际利率走势变化



数据来源：Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

二、宏观因素分析

虽然今年全球多地再度出现疫情反弹，但主要集中在新兴国家。而疫苗接种率高的欧美主要经济体并未受到太大影响，经济复苏势能良好。

1、美国 6 月就业数据背离，劳动力市场将持续复苏

最新公布的美 6 月非农就业新增 85 万人，超出市场预期，但 6 月的失业率环比上升 0.1 个百分点至 5.9%，低于市场预期，劳动参与率持平于 61.6%。从失业结构看，6 月劳动参与率与上月持平、新增就业人口超预期，但失业率反而上升 0.1 个百分点，主动离职者和重新进入劳动力市场人数的增加是 6 月份失业率走高的主要原因。背后反映了劳动力对就业市场预期的改善。因此，预计未来数月美国劳动力供给瓶颈现象或进一步缓解。美国新增非农数据 4-5 月连续低于预期，以及 6 月的失业率高于预期或与劳动力结构性短缺有关。

另外，美国的“小非农”ADP 数据，以及最新周度失业金申请人数均较为乐观。美国 6 月 ADP 就业人数变动 69.2 万人，超市场预期的 60 万人，绝对值较 5 月有所回落，前值被下修至 88.6 万人。但 ADP 就业数据连续 6 个月维持正增长，且连续三个月超过 60 万人。最新公布的美国 6 月 26 日当周初次申请失业救济人数 36.4 万人，前值为 41.1 万人。新增初次申请失业金人数回落至 40 万人关口并创疫情以来新低。虽然非农就业数据与 ADP 数据及初请失业金数据出现背离，但整体来看，美国就业市场处于良性复苏之中。

随着多个州停止发放失业补贴，美国劳动参与率或将逐渐提升，就业市场会持续修复。目前来看，6 月数据或已开始印证这一变化。若就业市场加速修复的趋势进一步明确，美联储在下半年缩减 QE 的支持将进一步得到巩固。

2、“平均通胀目标制”下美联储紧缩推迟，当前已进入预期发酵阶段

2021 年，随着疫情的好转、超宽松的货币政策持续、新一轮财政刺激政策落地，经济复苏导致需求的上涨，通胀不断抬升。特别是今年 3 月以来，美国的通胀数据快速飙升，远超预期的 CPI 数据，令市场担心美联储会提前加息。2021 年 5 月美国 CPI 同比增长 5.0%，创下 2008 年 8 月以来最高；核心 CPI 同比增长 3.8%，更是录得 1992 年以来最高。美国 5 月 PCE 物价指数同比升 3.9%，核心 PCE 物价指数同比增长 3.4%，创 1991 年以来最高，远高于美联储的官方通胀目标 2%。但美联储仍未开始缩减 QE，在新的“平均通胀目标制”之下，即使通胀超出界限很多，美联储仍然对其非常容忍，并且维持其持续性，一再安抚市场不会提早加息。考虑到去年低基数的影响，5 月的通胀数据可能是今年的峰值。但随后几个月通胀数据会逐步回落。

在今年 6 月 17 日的 FOMC 会议上，美联储才向市场发出缩减 QE 的信号。鲍威尔发言时虽未正式提及 Taper，但将今年的通胀预期大幅提升 1 个百分点至 3.4%，仍称通胀压力是暂时的，暗示 2023 年会有两次加息。从利率决议、经济预期、点阵图和加息预期来看，本

次 FOMC 立场较市场预期表现鹰派。

从 2013 年美联储提出缩减 QE 到正式开始缩减 QE 有几个月的时间间隔来看，虽然当前美联储并不会很快采取行动来减少资产购买或提高利率，但美国经济稳步复苏及通胀压力加大，宏观情绪仍在改善，预计美联储将会在今年第四季度开启货币正常化进程。今年下半年美国通胀中枢回落、美联储货币政策边际收紧都将对黄金价格形成约束。

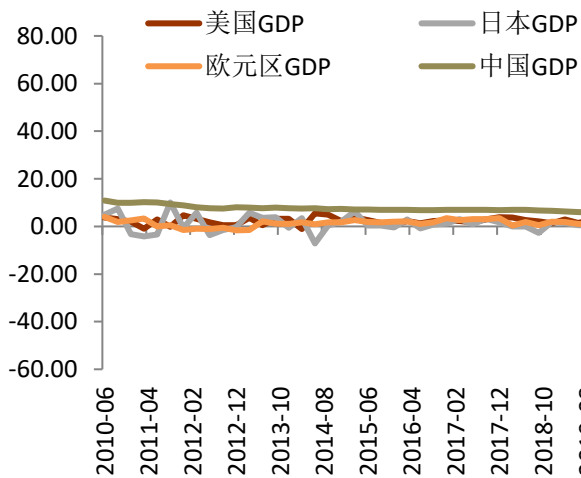
3、欧洲经济制造业仍强劲，通胀压力有限

欧元区制造业 PMI 数据持续强劲，经济仍处于快速复苏阶段。欧元区 6 月制造业 PMI 终值为 63.4，创历史新高。从分项看，6 月新订单、新出口订单均大幅增长，需求爆发对制造商的生产和交付能力提出挑战。同时，随着库存不断被消耗，采购活动、就业、以及商品价格指数均走强。而欧元区通胀压力相较有限。欧元区 6 月 HICP（调和 CPI）同比增速为 1.9%，核心 HICP 同比增速为 0.9%。欧元区 6 月 HICP 的两年复合增速仅为 1.09%，由于长期通胀预期仍处在较低水平，欧洲央行并不担心通胀，一直强调“通胀是暂时的”，维持鸽派立场，年内大概率将会延续宽松的货币政策。

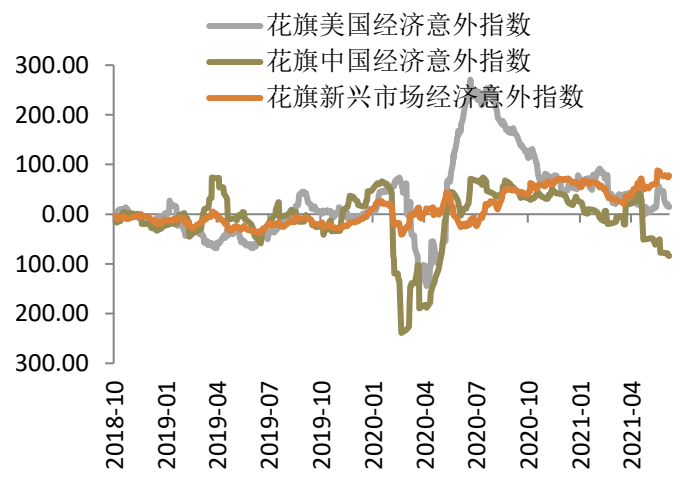
未来随着欧盟经济复苏计划步入实施阶段，欧洲经济有望进一步加速，欧洲央行迟早会退出超宽松政策，但反复的疫情或许会让宽松政策持续更长时间。相对而言，美联储的货币政策立场较欧央行更加鹰派，这将对美元形成支撑，预计下半年美元指数将有望持续反弹。

另外，6 月以来，新冠病毒 Delta 变异株在全球多个国家快速传播，受此影响，英国新增确诊病例快速飙升，并将封锁措施延长。对全球疫情的担忧加剧引发避险情绪升温，也在一定程度上推高了美元指数。

图表 5 主要经济体 GDP 增速变化

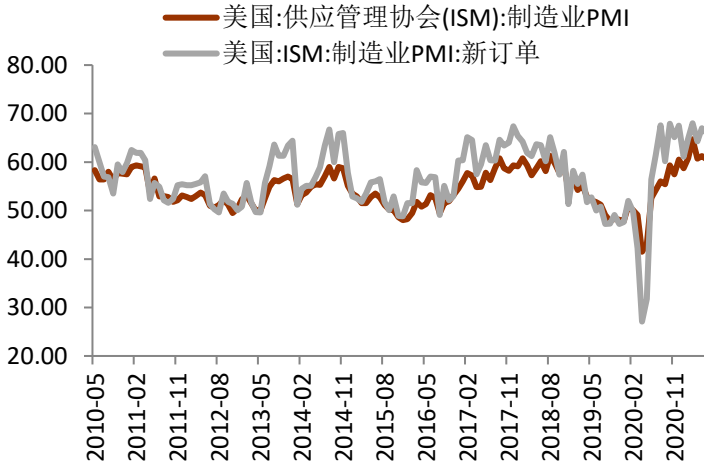


图表 6 全球主要经济体经济意外指数

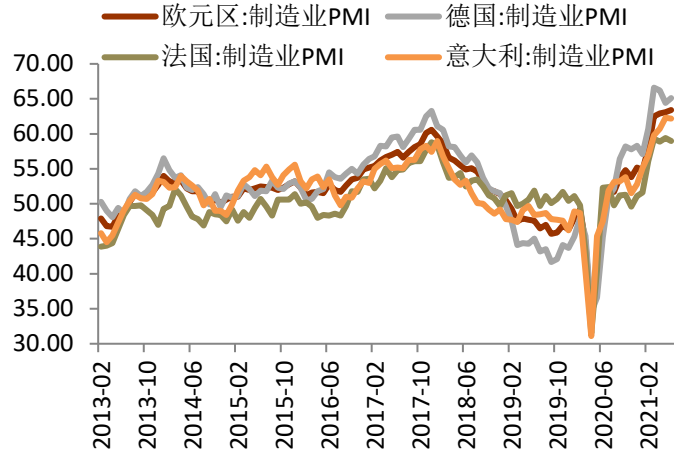


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

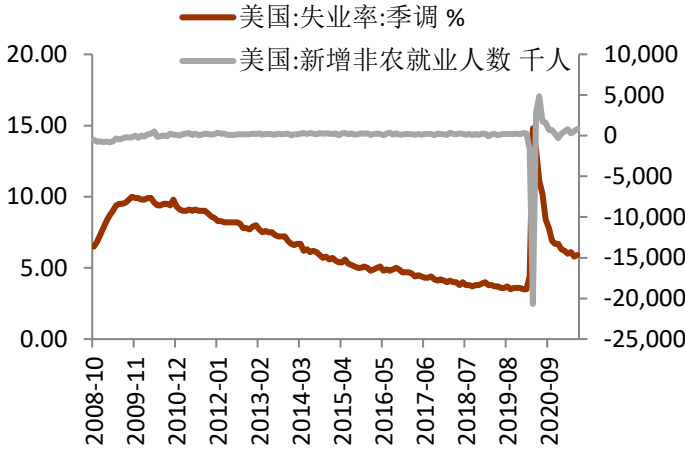


图表 8 欧元区制造业 PMI 增速变化

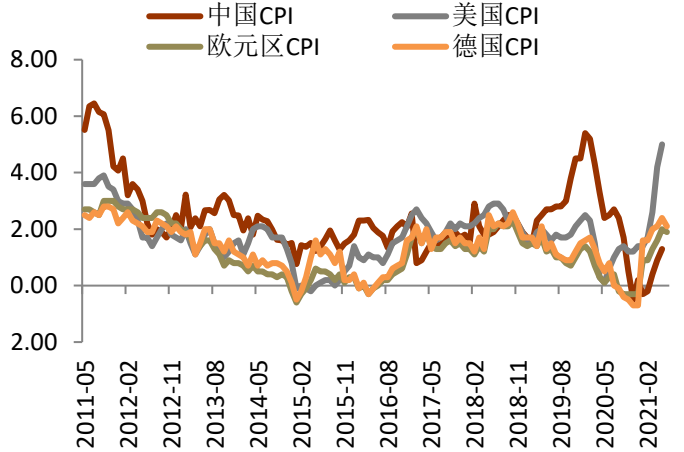


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 9 美国就业情况变化

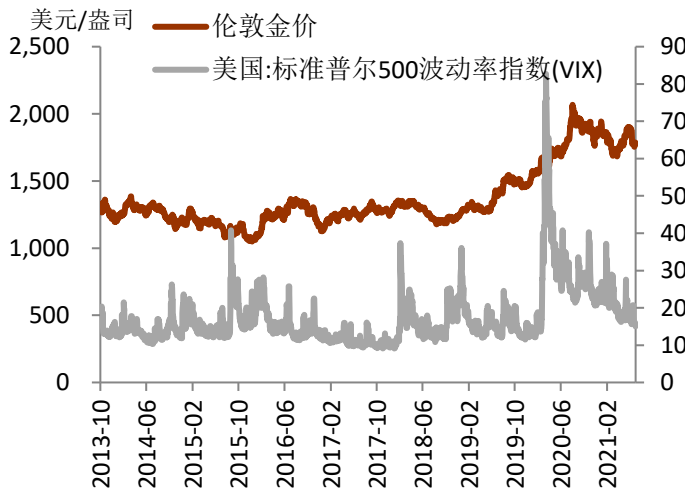


图表 10 主要经济体 CPI 变化

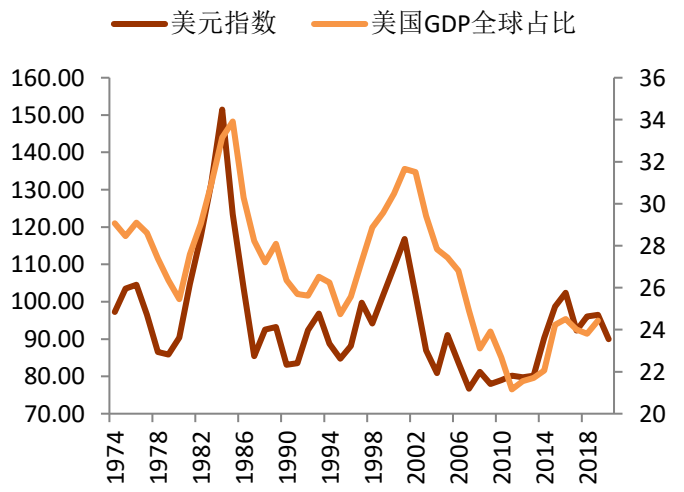


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 11 金价与 VIX 指数变化



图表 12 美元指数与美国 GDP 全球占比



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

三、黄金的供需基本面分析

1、黄金的供应量持续下降

黄金是一种特殊的商品，商品属性、金属属性并存。每年全球新增的黄金供应 4600 多吨，其中约 3/4 是矿产金，1/4 为再生金。黄金的供给量相对稳定，每年新增的矿产金供应量 3000 多吨，相对于近 20 万吨存量的规模非常小，占比只有 2%。所以一般来讲，黄金的供应既不会受金价影响，供应量的波动大多数情况下也不会给金价带来冲击。

供应方面，根据世界黄金协会的统计，2020 年全年黄金供应总量下跌至 4633 吨，同比下降 4%，是自 2013 年以来的最大年度降幅。其主要原因在于疫情对金矿生产干扰，金矿产量同比下降 4%。各地为控制疫情而采取的封锁限制也阻碍了消费者回售黄金，尽管去年黄金价格创历史新高，但回收金的供应仅增长了 1%，达到 1297.4 吨，是自 2012 年以来的最高水平（1,645.1 吨）。回收金的小幅增加仅小部分抵消了矿产金减少的影响。

2021 年一季度全球金矿产量显著反弹，金矿产量将同比增长 4%至 851.0 吨。北美金矿产量增加，加之印尼格拉斯伯格矿采矿率提高，也是一季度金矿产量达到历史高点的主要原因。另外，今年一季度新冠疫情的影响相比去年有所减弱也有利于金矿的产出。不过，但受俄罗斯和中国金矿正常季节性波动的影响，每年第一季度通常是一年中生产力度最弱的时期，今年第一季度全球金矿产量环比下降 5%。由于黄金价格下跌，今年一季度的回收金供应量仅为 270.2 吨，同比下降 8%。回收金供应的减少超过了金矿产量的增长，全球黄金的总供应量在 2021 年第一季度同比下降了 4%，为 1096 吨。

中国今年一季度黄金产量并未出现反弹迹象，当季金矿产量同比下降 2%。主要因一月份，山东省发生了两起重大金矿事故，当地数个金矿被勒令停产，接受安全检查影响了产量。考虑到中国金矿 2020 年第一季度的生产因突发疫情受到严重影响，今年一季度的产量下滑更值得关注。作为世界上最大的黄金生产国，中国过去四年的金矿产量持续减少，有可能被俄罗斯赶超。俄罗斯黄金产量近期有所增长，并且随着部分大型项目在未来几年投产，黄金产量有望进一步增长。

图表 13 全球黄金供应量变化(单位：吨)

供应量	2015	2016	2017	2018	2019	2020	年同比变化%
金矿产量	3336.27	3459.06	3491.76	3554.19	3531.82	3400.84	-3.71
生产商净套保	12.89	37.63	-25.52	-12.48	6.18	-65.10	-
回收金	1086.08	1249.10	1128.06	1147.11	1281.90	1297.38	1.21
总供应量	4435.25	4745.80	4594.30	4688.82	4819.90	4633.13	-3.87

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货

2、全球黄金需求明显下滑

黄金的价格更多是受需求端的影响。黄金的实物消费在一般都比较稳定，投资需求是

波动剧烈且最频繁的，金价受到投资需求波动的影响最大。

黄金投资的需求端，主要有官方储备与个人投资两大主体。官方储备层面，新兴市场国家央行有持续增持黄金的意愿。而个人投资层面，黄金的投资需求主要与通胀、汇率及全球市场动荡程度有关。

世界黄金协会发布的《2020年黄金需求趋势报告》显示，2020年全球黄金年度需求下降14%至3759.6吨，是自2009年以来黄金需求首次低于4000吨的年份。印度和中国这两个全球最大的黄金实物需求市场的萎缩是2020年度全球黄金需求下滑的主要因素。中国2020年全年金饰需求下降了35%，仅为415.6吨，是2009年以来中国年度需求最低的水平。2020年印度黄金饰品需求下降42%至315.9吨，也创下新低。

在2020年的前9个月，由于新冠疫情的爆发和扩散，以及全球央行持续扩张的财政和货币政策的推动，黄金ETF持续强劲的资金流入。在此期间，全球增持达到了创纪录的1007吨。尽管在第四季度金价下跌，市场情绪转变，出现130吨的资金流出，但在2020年，黄金ETF的年度资金流入达到了创纪录的877.1吨，2020年底全球持有量为3,751.5吨。其中，2020年第四季度的全球黄金需求（不含场外交易）为783.4吨，同比下降28%，是自2008年第二季度全球金融危机爆发以来的最低位。

进入2021年，第一季度全球黄金需求（不含场外交易）为815.7吨，与2020年第四季度基本持平，但与2020年第一季度相比下降了23%。随着全球经济的持续回暖，强势复苏的消费者需求弥补了黄金ETF持仓的减少。尽管第一季度的平均金价同比上涨了13%，但季环比下跌4%。比去年相对低的金价刺激了黄金的消费需求，特别是许多市场逐步解除疫情封锁，且经济开始复苏则为需求增长进一步提供了支撑。

图表 14 2016-2020 年全球黄金需求量 (单位: 吨)

	2016	2017	2018	2019	2020	同比变化%
首饰加工	2018.77	2257.47	2284.65	2136.67	1327.30	-37.88
工业需求	323.00	332.58	334.79	325.96	301.94	-7.37
净投资需求	541.07	271.56	70.11	398.27	877.12	120.23
央行净买入	394.86	378.56	656.58	668.49	272.89	-59.18

数据来源: World Gold Council, 铜冠金源期货

3、金饰需求从去年的断崖式下跌中恢复

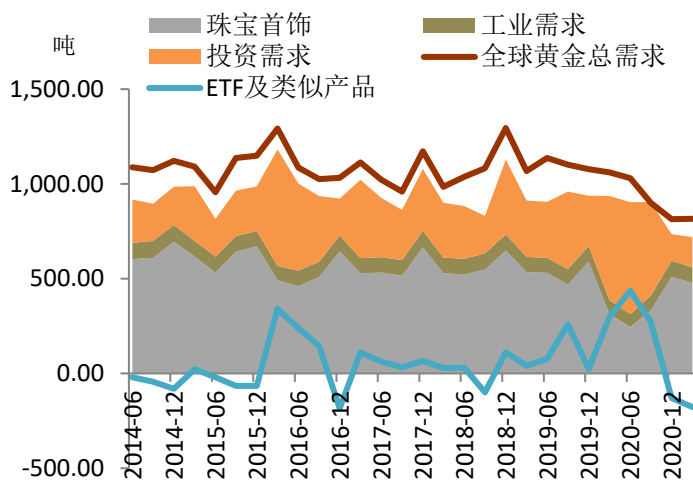
全球黄金的实物需求以珠宝首饰为主，占总需求的近一半。但2020年的疫情冲击下，金饰需求在2020年第一季度至第三季度遭受毁灭性打击，直至去年年底和今年第一季度才开始恢复。高企的金价以及疫情对消费者可支配收入的影响，持续的社会活动限制、经济放缓和处于高位的黄金价格依然让不少金饰消费者望而却步，2020年金饰需求遭受重创，全球黄金在珠宝首饰领域需求量只有1323.8吨，比2019年下降了38%，占总需求的比例大幅下降至仅为28.6%。

今年金价下跌助力婚庆黄金消费，同时，经济活动回暖也提振了消费者信心。中国与印

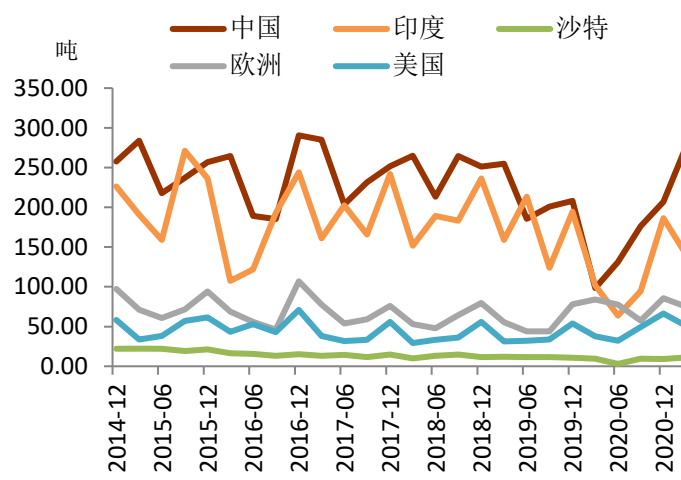
度金饰需求旺盛，为全球金饰需求提供支撑。今年第一季度中国金饰需求恢复至 197.6 吨同比增长 194%，是 2015 年以来的最高季度水平。主要原因在于去年同期金饰市场遭受重创，与 2019 年同期相比仍取得了 4% 的增幅。今年一季度印度金饰需求同比增长 39%，达到 102.5 吨，但仍低于 2019 年第一季度的 125.4 吨。2020 年大量婚礼因疫情推迟到今年，与婚礼相关的金饰购买提振了黄金需求。

与处于历史低位的 2020 年第一季度相比，今年第一季度金饰需求明显恢复，全球总需求量为 477.4 吨，同比增长 52%，但仍远低于以往的一季度 540 吨左右的平均水平。一季度历来是全球金饰需求的淡季，但今年的金价走低提高了购买力，加之消费者对 2020 年的补偿型消费，今年第一季度金饰需求环比跌幅仅为 7%，季节性下降趋势比以往更为温和。虽然今年金饰需求持续回暖，但要恢复至疫情前的水平尚需时日。

图表 15 全球黄金需求变化

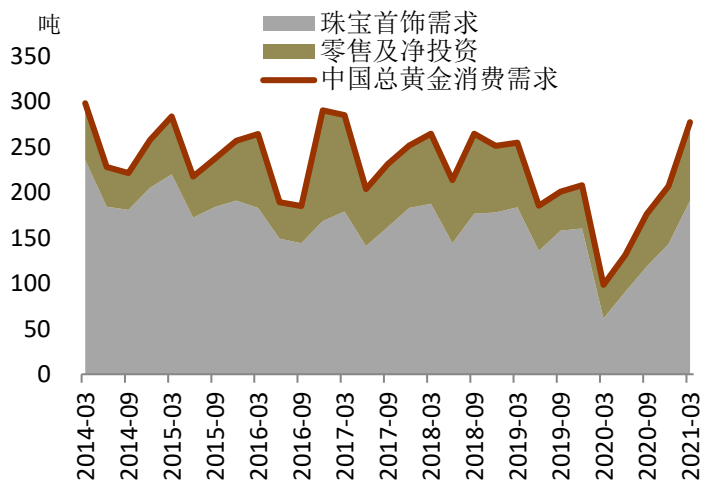


图表 16 主要经济体黄金需求变化

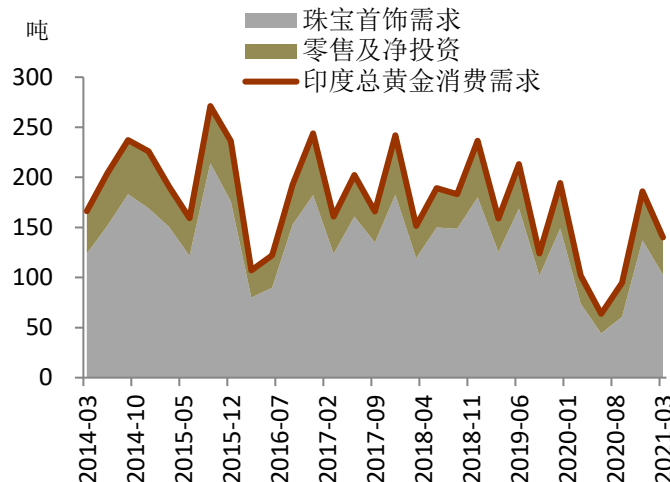


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 17 中国黄金需求备变化

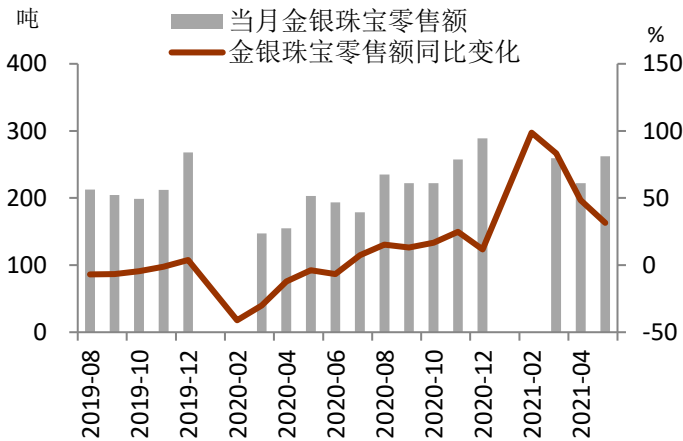


图表 18 印度黄金需求备变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 19 中国金银珠宝零售额变化



图表 20 中国印度金饰消费大幅下降

	2020年 第1季度	2021年 第1季度	同比变化
金饰	141	300.1	113%
中国	67.1	197.6	194%
印度	73.9	102.5	39%

数据来源: Wind, 铜冠金源期货

4、央行购金放缓，仍连续 11 年净买入

去年各国央行的购金步伐大幅放缓，在前三个季度都处于净售金的状态，直到第四季度各才又恢复了净买入状态，去年全球黄金储备总量净增长 44.8 吨。全球央行自 2010 年开始已连续 11 年净买入黄金储备，但这是这些年央行购金量最低的一年。2020 年的年度购买量只有 272.9 吨，比 2019 年取得的几十年来创纪录的 668 吨降低了 58%。

全球央行的购金需求在 2020 的上下半年截然不同。上半年，尽管自 2005 年以来最大的黄金购买国俄罗斯于 3 月底暂停了其购买黄金的计划，但全球央行长期的净买入趋势得以延续，累计买入 234.6 吨黄金。但从下半年开始，总体购金活动明显放缓，同时售金量显著增加。这导致去年第三季度全球央行的购金需求出现自 2010 年第四季度以来的首次负增长，在第四季度又转为净买入。下半年出现间歇性抛售使得央行购金的行为更加复杂。

去年的主要买家依然来自几个新兴市场国家。土耳其再次成为年度最大的黄金购买国，2020 年其官方黄金储量增加了 134.5 吨。这使其黄金总储量达到了 547 吨，占其外汇总储量的 42%。自 2018 年初以来，印度一直是黄金购买国，2020 年增加了 38 吨黄金储备，这一数据也在过去三年中每年平均增加 30 至 40 吨的范围之内。尽管俄罗斯只在第一季度购买了黄金，它仍是 2020 年全球第三大购买国，黄金储备增加了 27.4 吨。去年阿联酋增加了 23.9 吨，卡塔尔增加了 14.5 吨的黄金储备，规模也相当可观。在金价下跌之后，据世界黄金协会调查显示，当前全球约五分之一的央行计划未来一年增加黄金储备。

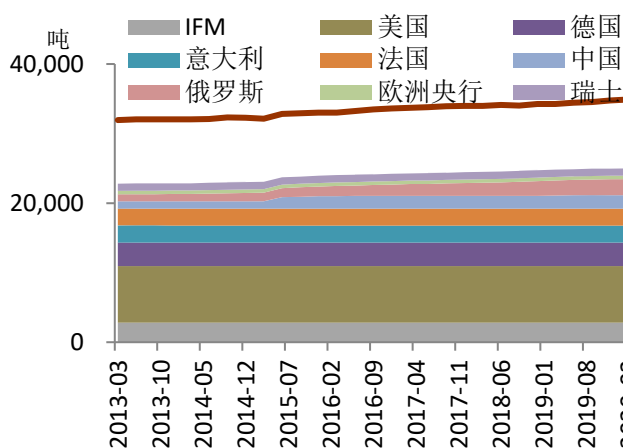
从各国黄金储备数量及排名来看，美国以 8000 多吨的黄金储备遥遥领先，德国位居第二但差距很大。新兴市场国家的黄金储备在其外汇总储备中的占比一般都比较低。中国央行曾从 2018 年 12 月起连续 10 个月增持黄金，今年一直都保持在 1948.3 吨的黄金储备，排全球第七。我国的黄金储备占外汇储备仍然从之前的不到 2% 增加至目前的 3.26%，但在外汇储备种的比例依然非常低，有很大增长空间。目前的全球政治和经济的不稳定性增强，黄金储备的战略地位凸显。

图表 21 各国黄金储备数量及排名

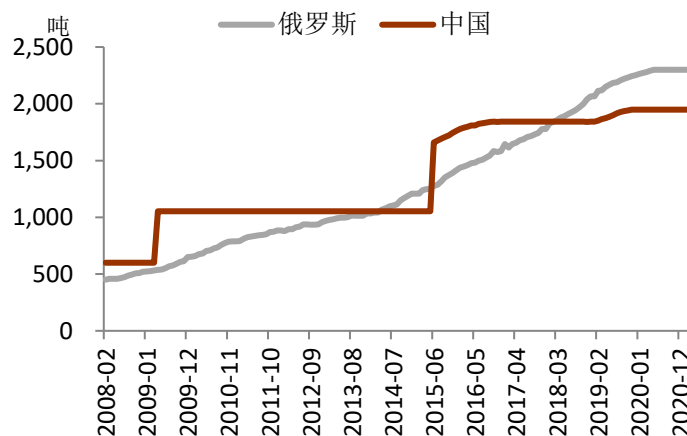
排名	国家和地区	黄金储备 (吨)	占外汇储备比例
1	美国	8133.5	77.6%
2	德国	3362.4	74.2%
3	国际货币基金组织	2814	-
4	意大利	2451.8	69.0%
5	法国	2436.3	64.3%
6	俄罗斯	2295.4	21.8%
7	中国	1948.3	3.2%
8	瑞士	1040	5.3%
9	日本	846	3.4%
10	印度	695.3	6.6%
11	荷兰	612.5	66.8%
12	土耳其	512.6	37.7%
13	欧洲央行	504.8	35.1%

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货（截止于 200 年 11 月）

图表 22 全球主要央行储备变化



图表 23 中国和俄罗斯央行持续增持黄金



数据来源：Wind，铜冠金源期货

四、市场结构分析

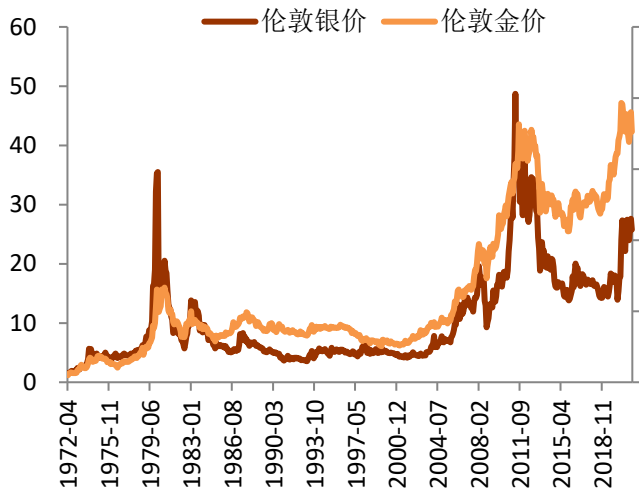
1、金银比价变化

金银比价在 2021 年 3 月中旬达到 124 的历史高点后就开始快速回落。今年因银价走势整体强于金价，金银比价的重心依然在下移。COMEX 金银比价从年初的 71 回调至当前 67 一线，已调整至历史中值区间。相比去年的大起大落，今年金银比价的波动率明显变小。

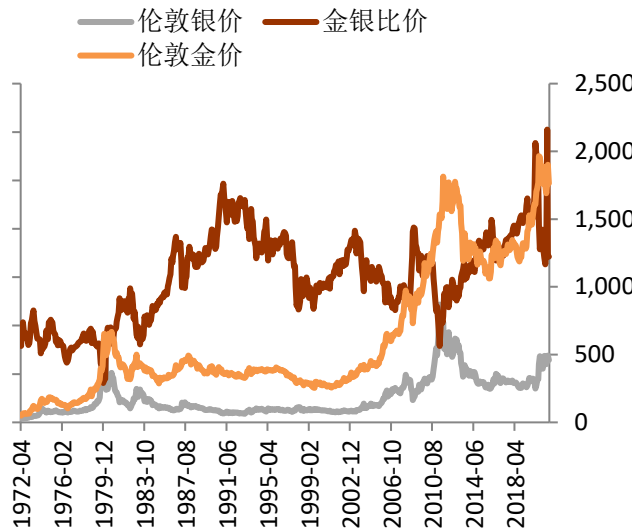
金银比价的变化更多地受到白银价格波动的影响，而白银价格受到有色金属的走势影响较大。当前大宗商品普遍强势上涨的态势得到控制，如果以铜为首有色金属价格后期会

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。另外，白银的工业需求，特别是今年光伏领域的需求的快速抬升能否兑现也是影响金银比的重要因素。

图表 24 1972 年以来伦敦现货金银价格变化

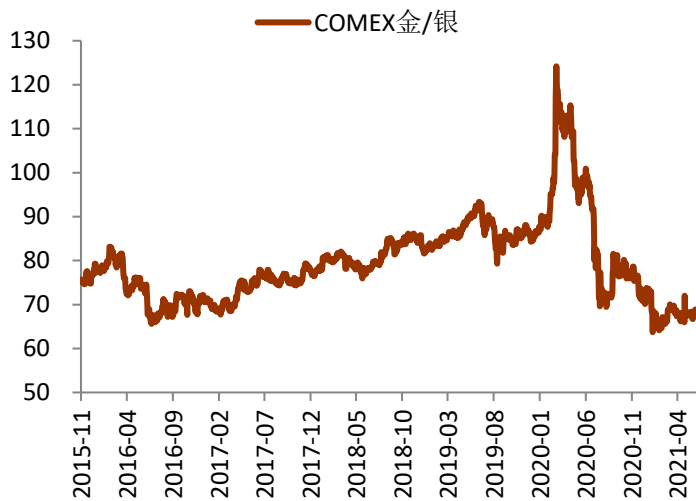


图表 25 伦敦现货金银比价的变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 26 COMEX 金银比价变化



图表 27 沪期金银比价变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

2、铜金比价变化

今年铜价表现耀眼，伦铜在 5 月 10 日冲高至 10747.5 美元/吨的历史高位后回落，但回调幅度有限。铜价的上涨有基本面的因素，铜矿供应偏紧和下游需求复苏超预期的格局从去年第二季度一直持续至今。

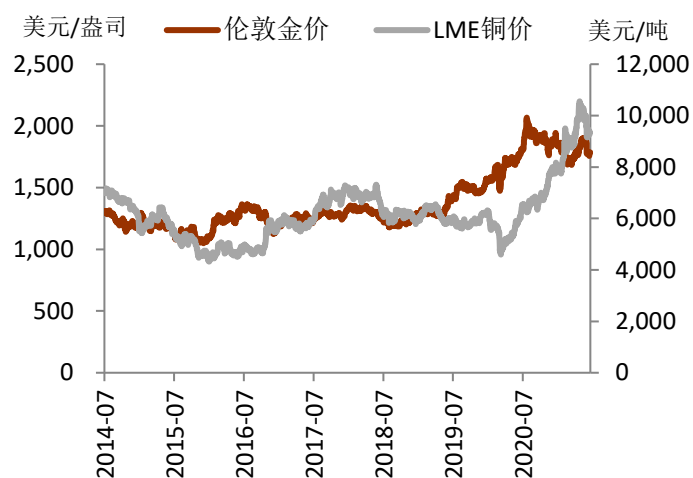
铜作为最主要的基本金属，其价格走势代表了基本金属的整体变化趋势，也在很大程度上影响着白银价格的相对强弱。铜价/黄金的比价可以一定程度上理解为剔除通胀因素和金融属性之后的铜的价格变化。

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 5.3 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。此轮铜价更多是受到货币因素的影响，全球持续扩张的流动性是推动铜价今年创新高的的重要因素。若下半年货币正常化进程开启，则铜和黄金的走势都会受到压制。铜有基本面的支撑走势可能会强于黄金，铜金比价有一定的上涨空间。

图表 28 铜金比价变化



图表 29 金价与铜价走势对比



资料来源：Wind，铜冠金源期货

3、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 黄金期货的库存在就迅速增加，在今年 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 30 日，COMEX 黄金期货的库存有 3546 万盎司，合计约 1103 吨，比上个月的 1075 吨库存小幅增加 28 吨，环比增幅为 2.6%，比去年同期增加 9.85%。

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 亿盎司的历史最高位。截至 2021 年 6 月 30 日，COMEX 白银库存有约 3.5 亿盎司，合计约 10954 吨，比上月减少 0.39%，比去年同期增加 9%。COMEX 黄金白银的库存都从今年 2 月份的高位回落，但近期黄金的库存有所增加。

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 3114 吨。上海期货交易所的库存也从 1 月

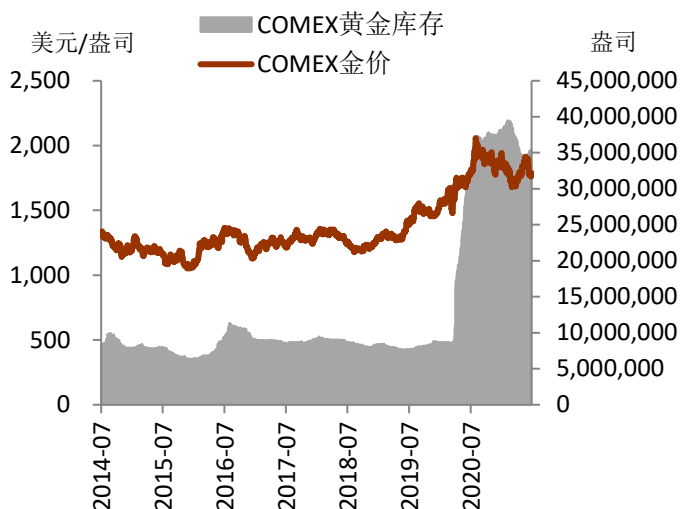
份 2848 吨的高点缓慢回落，目前有 2203 吨。国内两大交易所的白银库存从合计 7000 吨以上的高位持续下降至现在 5217 吨的水平。

图表 30 COMEX 贵金属库存变化

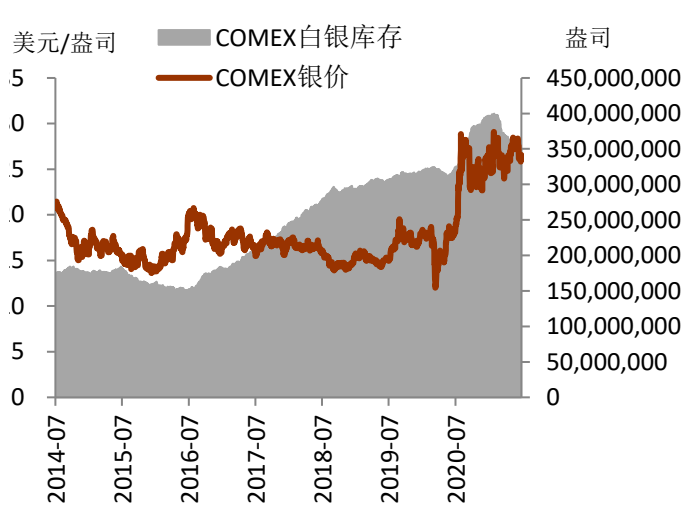
	2020/7/1	2021/6/1	2021/6/30	较上月增 减	变化率	较去年 增减	变化率
黄金(盎司)	32284530	34566882.42	35464365.1	897483	2.60%	3179835	9.85%
白银(千盎司)	322999.6	353573.06	352178.06	-1395	-0.39%	29178	9.03%

数据来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 31 COMEX 黄金库存变化

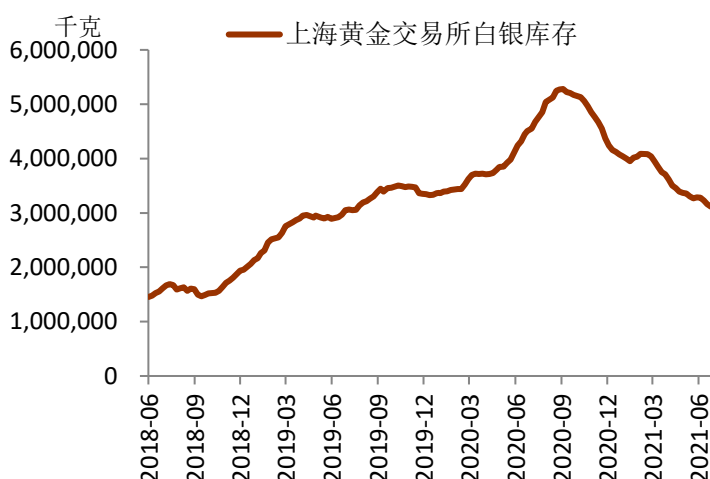


图表 32 COMEX 白银库存变化

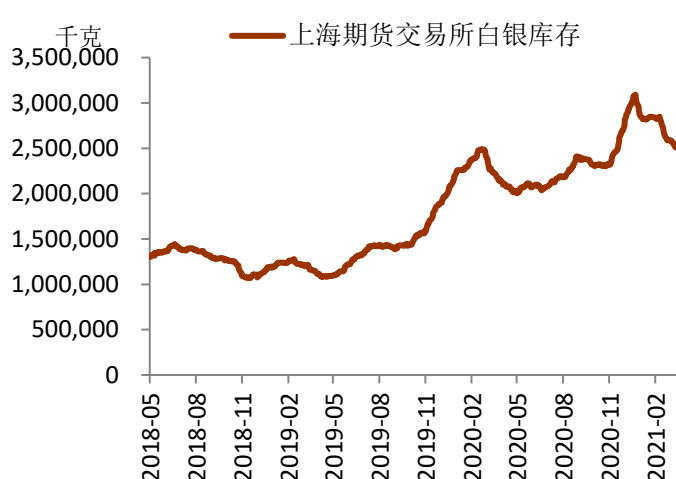


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 33 上海黄金交易所白银库存变化



图表 34 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

4、贵金属黄金的投资需求旺盛，白银 ETF 持仓大幅增加

从历史来看，黄金白银 ETF 的持仓变化与价格正相关，但滞后于金银价格的变化。

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在 2020 年 10 月才开始下降，并持续下降 6 个月降至 4 月底的低点 1017 吨，到 5 月才有小幅增加。截至 2021 年 6 月 30 日，全球最大的黄金 ETF - SPDR Gold Trust 持金量为 1045 吨，与 5 月底基本持平。近两个月黄金 ETF 波动不大。

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，之后持续减少四个月。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 17361 吨，比 2 月初超过 2.1 万吨的历史高位明显下降，比上个月小幅减少了 2.69%，比去年同期大幅依然增加了 16%。

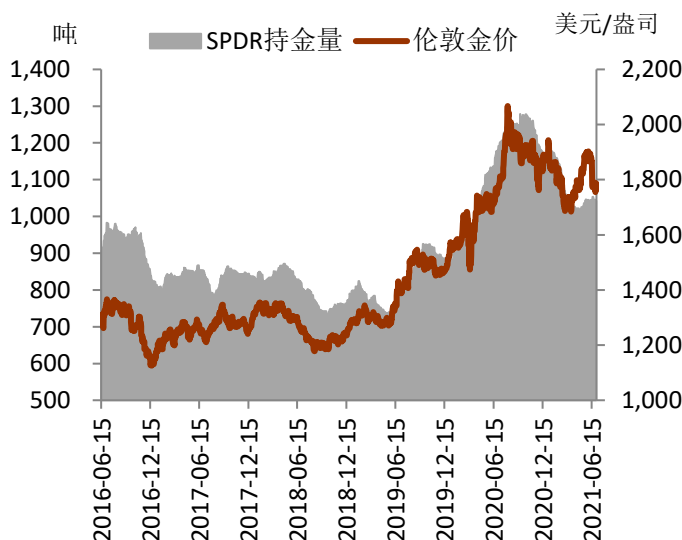
相对来看，今年资金对白银 ETF 投资需求明显大于黄金。究其原因，可能是在黄金价格创历史新高后，白银价格仅为历史高点的一半，白银仍处于价值洼地，资金流入白银的兴趣更大。另外，今年全球经济复苏的预期下，今年上半年大宗商品普遍上涨，对工业属性更强的白银更加有利。这也造成了今年上半年银价的走势明显强于金价。

图表 35 贵金属 ETF 持仓变化

单位：吨	2020/7/1	2021/6/1	2021/6/30	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	3207.78	3147.96	3136.07	-12	-0.38%	-72	-2.24%
SPDR 黄金持仓	1136.22	1045.83	1045.78	-0	0.00%	-90	-7.96%
ETF 白银总持仓	24662.17	29199.46	28729.51	-470	-1.61%	4067	16.49%
ishares 白银持仓	15026.10	17936.56	17453.40	-483	-2.69%	2427	16.15%

数据来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 36 黄金 ETF 持仓变化



图表 37 白银 ETF 持仓变化



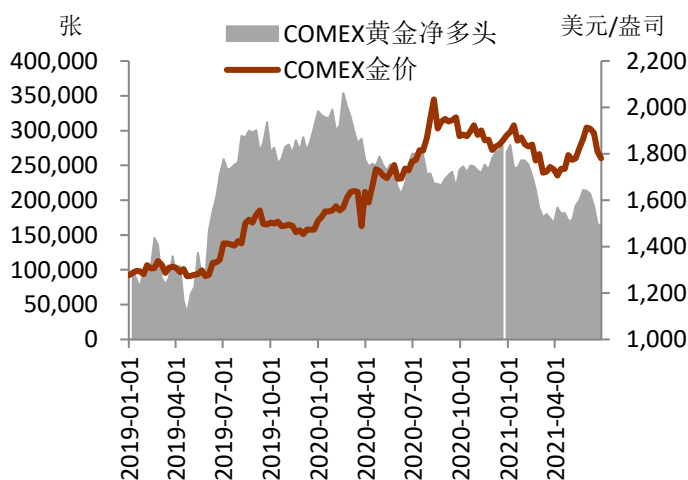
数据来源：Wind，铜冠金源期货

5、CFTC 持仓变化

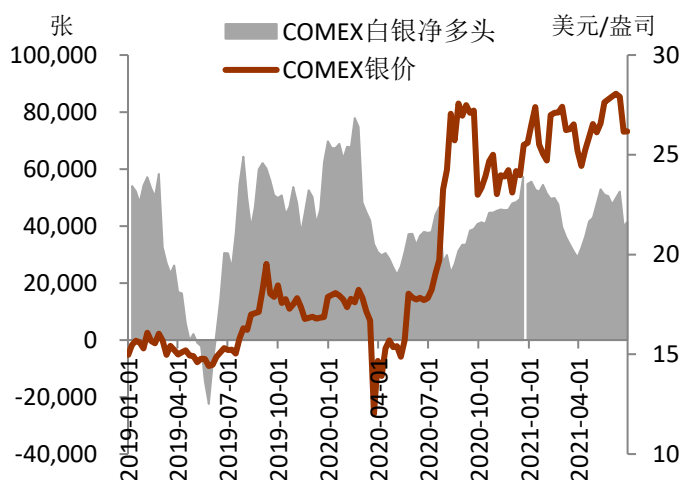
CFTC 的持仓变化代表了短期投机资金的动向。进入 2021 年之后，金银价格持续走弱，COMEX 黄金白银期货的非商业性净多单的持仓也持续大幅减少，直到进入 4 月份才开始增加，持续增加两个月后，在 6 月份又开始下降。

根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2021 年 6 月 29 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 162226 张，近一个月持续下降；而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 41477 张，近期有增有减。整体来看，今年上半年投机资金对白银的兴趣更大。

图表 38 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 39 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

五、行情展望及操作策略

当前美国经济稳步复苏、通胀压力加大，宏观情绪仍在改善，“平均通胀目标制”推迟了美联储的紧缩节奏，货币的边际收紧只会迟到不会缺席，预计美联储将会在今年第四季度开启货币正常化进程，当前已进入预期发酵阶段。且美联储的货币政策立场较欧央行更加鹰派，这将对美元形成支撑，预计下半年美元指数将有望持续反弹。

我们认为贵金属仍处于调整格局之中，预计 2021 下半年金银价格的重心会进一步下移。COMEX 期金主力合约的主要波动区间在 1600-1850 美元/盎司之间。COMEX 期银主力合约的主要波动区间在 22-28 美元/盎司之间。

投资策略建议：金银以逢高沽空操作为主，套保企业可积极参与卖出套保

风险因素：病毒变异导致疫情控制不及预期，美国经济复苏情况差于预期

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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。