

周线小幅上行，多头阻力仍大

<贵金属> 2021. 3. 14

上海大陆期货有限公司

地址：上海市徐汇区凯旋路
3131号明申中心大厦26楼
邮编：200030
电话：021-54071958
信箱：dlqhyfb@126.com

研究员

姓名：张凯一
期货从业证号：F3080621
电话：18721677938
邮箱：2545105355@qq.com

摘要：

1，自黄金期货价格上周四收于9个月来的最低收盘水平，本周黄金周线走势小幅上行，结束了此前的三连阴。注意到目前黄金价格和美元以及美债走势的高度负相关，主受益于美债收益率的震荡以及美元的走弱，导致黄金价格本周触底反弹。不过目前来看，黄金多头阻力仍旧巨大，作为避险资产，由于近期疫情的逐渐控制以及疫苗的持续接种，避险情绪有所下滑。其次因预期全球经济前景向好，美债收益率有进一步走高的空间对于金价形成压力。最后美联储近期持续发声，缓和市场对于通胀抬头的担忧，从数据上看，2月通胀虽有抬升，但是幅度有限，出现重大政策调整的可能性偏低，对于金价同样形成压力。本周白银跟随黄金起伏，我认为在宏观面没有太大改变的情况下，美债收益率的攀升对于黄金价格的打压超过黄金，而同时白银工业需求的向好也令白银价格走势强于黄金。因此金银比价有进一步走低的空间。

2，从核心逻辑来看，目前影响金价最核心因素是美债收益率以及通胀预期。近期美联储主席也是多次发声缓解市场的担忧，强调了美联储不急于撤回刺激措施，这鼓励了投资者进一步推高收益率曲线。其次今年随着疫苗的持续接种以及新冠新增人数的边际回落，全球经济前景向好，也助推了美元的走强，因此美元与美债收益率的强势短期将会持续打压金价走势。

而通胀方面，我们注意到近期美联储主席鲍威尔接连发声，缓和市场对于通胀抬头的担忧，其次从数据上看，目前的通胀率仍然非常低，而且虽然通胀预期的各项指标最近有些回升，但依然是在最近的历史范围内。因此短期金价还将继续承压。

长期来看，目前来看美联储未来数年或将保持持续低利率，而美联储也表示眼下，在就业和通胀上，经济仍然远未达到目标，取得实质性的进一步进展将需要一些时间。美联储官员近期不厌其烦地一再向市场保证货币政策将在一段时间内维持不变，因市场对通胀的担忧与日俱增，尤其是拜登1.9万亿刺激案所带来的潜在通胀威胁，让投资者相当恐慌。不论是通胀预期的上涨还是美联储维持宽松货币政策的承诺，对金价都是利好。因此虽然短期通胀回升并不明显，美债收益率的上涨令金价承压，但是长期来看，通胀预期的抬头依旧是黄金上涨的核心因素，因此长期看多黄金。2021年白银的表现将超过黄金。低利率、美元走弱和通胀压力上升将推动黄金和白银，这两种金属都被视为货币金属。不过，今年经济活动改善将为银价提供另一个支撑。

投资建议：预计短期金价维持震荡偏弱运行，伦金运行区间在1680-1760美元/盎司，沪金主力运行区间在350-375元/克。短期金价下方依旧存在空间，建议短空为主。中长期建议逢低做多。远月合约多单持续持有。

风险点：变异病毒消息，疫苗研发消息，美联储会议纪要，美债收益率走势

一、机构分析（本周多数机构持看空态度）

Geojit Financial Services 大宗商品研究主管 Hareesh V 称，实物需求的复苏以及美国的巨大刺激为黄金下行提供了支撑，限制金价不会大跌。

美国银行财富管理高级投资策略师 Rob Haworth 表示，目前的金价距离合理水平已经很接近了，因此今年余下时间里，金价的涨幅将会是有限的。

Kitco Metals 高级分析师 Jim Wyckoff 在一份报告中称，“近几周公债收益率一直在上升，因市场担心问题通胀会浮现，因过去一年全球主要经济体纷纷大开资金闸门。”

荷兰合作银行资深美国策略师 Philip Marey 说：“现阶段，美国联邦公开市场委员会 (FOMC) 似乎并不担心较长期利率，因为它们可能仍将反映出，在新财政政策刺激下，通胀和增长前景将有所改善。”

金融服务公司 Axi 的首席全球市场策略师 Stephen Innes 表示，美联储主席鲍威尔上周末未能解决近期美国公债收益率飙升的问题，进一步令金价承压，“金价将守在 1700 美元左右。”

DailyFX 策略师 Margaret Yang 表示，由于油价和基本金属价上涨，“通胀肯定在上升。”她并表示，美国刺激计划发放给个人的部分资金也可能投入黄金 ETF，以对冲未来通胀风险。

道明证券大宗商品策略主管 Bart Melek 表示：“我们的经济正在复苏，通胀正在变为现实；这最终意味着收益率有走高的空间。”他补充说，受此影响，金价可能跌向每盎司 1660 美元。

澳洲国民银行大宗商品研究主管 Lachlan Shaw 表示：“在美国收益率上升、经济复苏、疫苗接种、以及投资人对于成长前景更为乐观的环境下，避险需求将会迟滞。”

二、黄金走势

2.1 期货走势：

自黄金期货价格上周四收于 9 个月来的最低收盘水平，本周黄金周线走势小幅上行，结束了此前的三连阴。注意到目前黄金价格和美元以及美债走势的高度负相关，主受益于美债收益率的震荡以及美元的走弱，导致黄金价格本周触底反弹。不过目前来看，黄金多头阻力仍旧巨大，作为避险资产，由于近期疫情的逐渐控制以及疫苗的持续接种，避险情绪有所下滑。其次因预期全球经济前景向好，美债收益率有进一步走高的空间对于金价形成压力。最后美联储近期持续发声，缓和市场对于通胀抬头的担忧，从数据上看，2 月通胀虽有抬升，但是幅度有限，出现重大政策调整的可能性偏低，对于金价同样形成压力。

图 1 COMEX黄金收盘价



数据来源：Wind 大陆期货

图 2 沪金收盘价

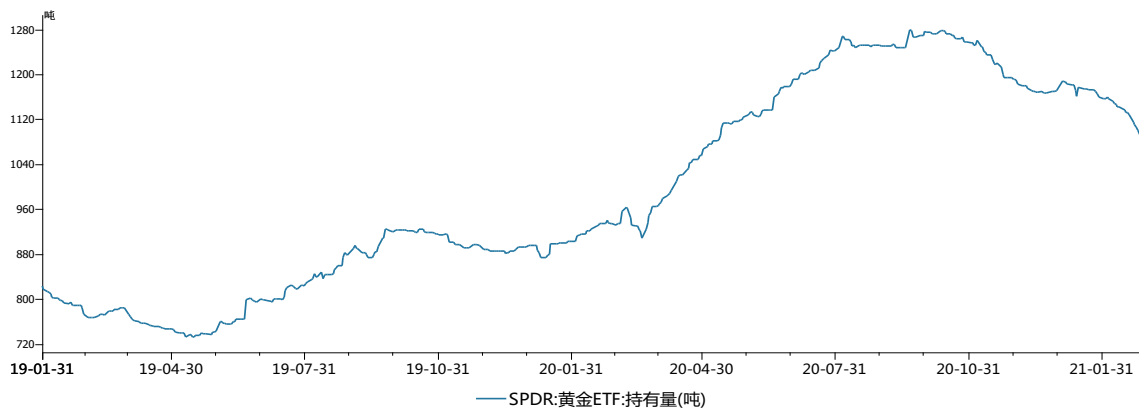


数据来源：Wind 大陆期货

2.2 持仓情况

截止 3 月 12 日，全球最大的黄金基金 SPDR Gold Shares 黄金持有量为 1052 吨，周减少 17 吨，连续 8 周出现周度持仓量下滑的情况。黄金 ETF 由于其增减持仓和黄金价格走势高度正相关，所以黄金 ETF 的持续减仓，也表明了多头势能转弱。

图 3 黄金ETF持仓量



数据来源：Wind

数据来源：Wind 大陆期货

三、白银走势

3.1 期货走势：

本周白银跟随黄金起伏，我认为在宏观面没有太大改变的情况下，美债收益率的攀升对于黄金价格的打压超过黄金，而同时白银工业需求的向好也令白银价格走势强于黄金。因此金银比价有进一步走低的空间。

图 4 COMEX白银收盘价



数据来源：Wind 大陆期货

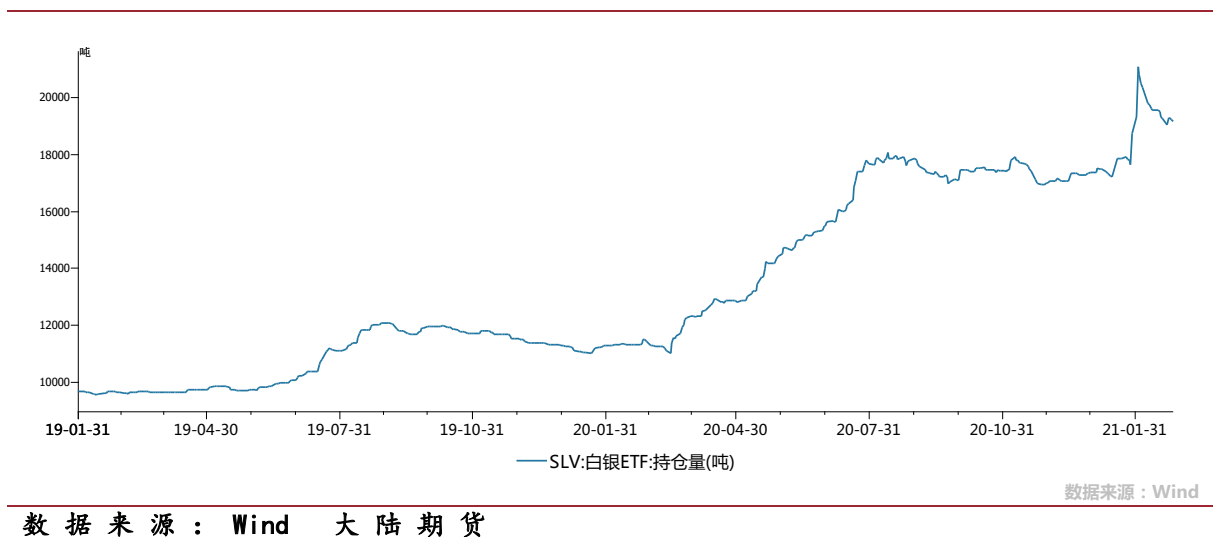
图 5 沪银收盘价



3.2 持仓情况

截止 3 月 12 日，白银基金 iShares Silver Trust (SLV) 白银持有量为 18427 吨，周减少 130 吨，从二月份以来持仓量持续下滑。目前来看，白银持仓依旧处在高位，后期资金有持续离场的风险。

图 6 白银ETF持仓量



四、黄金影响因素与核心逻辑

4.1 经济向好，疫苗持续接种

美国总统拜登周四将 1.9 万亿美元新冠纾困法案签署为法律。并向美国民众表示，他正在积极行动，加快新冠疫苗接种，更进一步努力使美国在 7 月 4 日前恢复正常。随着纾困法案中的金融刺激措施实施，而且越来越多的人接种疫苗，拜登表达了谨慎乐观情绪，称和全球其他国家一样，美国也厌倦了抗疫封锁和经济损害。

美国 2 月就业岗位增幅超预期，美国上周初请失业金人数降至四个月低点。因公共卫生环境改善使更多经济部门得以重启，使劳动力市场复苏重新站稳脚跟。避险情绪持续缓和。

4.2 美联储多次发声缓和市场对于通胀的担忧

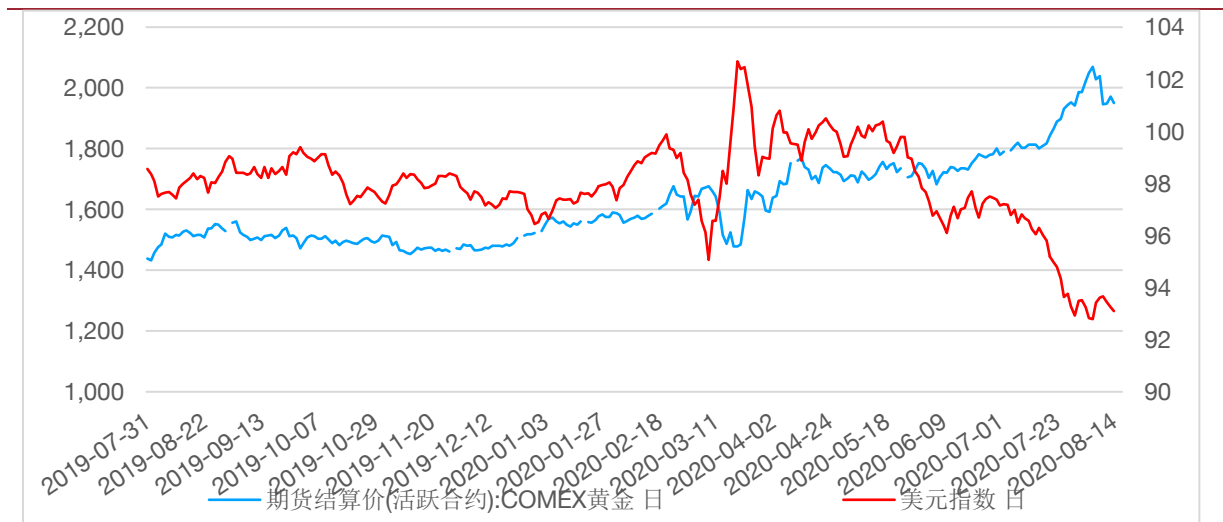
2 月美国消费者物价指数 (CPI) 录得一年来最大同比涨幅。2 月美国生产者价格指数 (PPI) 录得近两年半来最大同比增幅。但美联储显然认为，任何通胀的上升都是暂时的，而迄今更为紧缩的金融状况还不值得采取行动。

美联储下周举行的为期两天的政策会议，鉴于上周美联储主席鲍威尔未对美债收益率上升表示担忧，因此市场对于宣布重大政策调整的期望很低。目前来看，短期通胀势必抬升但美联储大概率不会采取相应措施。

4.3 美元指数上行，打压金价走势

本周美指小幅下行，盘中跌破 92 关口，收在 91.5 附近，给到了黄金一定支撑。国际上，黄金一直以美元计价。美元作为国际黄金市场上的标价货币，同时作为黄金资产的替代投资工具与黄金价格一般呈负相关关系。我们对于今年美元指数走势依旧持震荡偏弱的判断，这将会是推动金价再次走强的重要因素。

图 7 黄金价格与美元指数对比



数据来源：Wind 大陆期货

4.4 全球量化宽松对长期黄金价格起到推动

美联储将基准利率定在 0-25bp 之后，在全球低利率与低收益率的大环境下，黄金成为了更好的投资工具，这是黄金长期走高的主要助推因素之一。接下来我们分析一下 08 年金融危机与此次危机金价与利率的走势关系。我们以今年 3 月 3 日美联储紧急降息 50 基点为观察点，与 08 年 10 月 8 日那次降息做比较。

- 1, 首先今年紧急降息与前一次降息 (2019.10) 隔了近 5 个月，这根横线代表了 5 个月时长而 08 年 10 月份那次紧急降息前同样与当年 4 月份常规降息相隔 5 个月左右，也就是降息的周期性很像。
- 2, 其次两者利率水平较为接近相差了 25bp，政策空间较为相似。
- 3, 从金价反应来看，同样在紧急降息后遭遇短期的大幅下跌。而在利率降至 0-0.25% 后黄金价格开始快速反弹。

从这两处对比来看，08 年金融危机后黄金开启了长达 3 年的大牛市，而此次黄金也是从低点快速反弹进入盘整上行阶段，对比 08 年，预计黄金在突破关键位置后也将开启再一次的上涨行情。

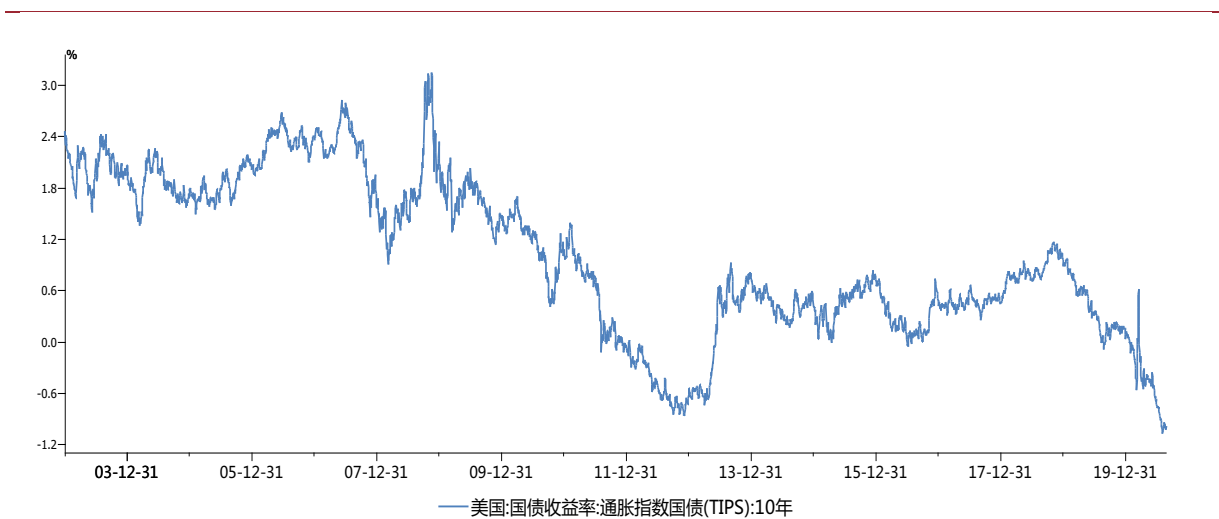
图 8 美联储降息对黄金影响



数据来源：Wind 大陆期货

在全球经济衰退的当下，黄金相对于纸币而言肯定会升值，黄金将会逐渐由其避险作用向投资作用转变。同时在全球维持低利率的大环境以及远期通胀抬头的影响下，黄金的投资价值越发凸显。

图 9 通胀预期



数据来源：Wind

数据来源：Wind 大陆期货

基于疫情期间经济停摆造成的需求快速下行，通缩的压力是中短期，时间取决于美国经济恢复的快慢，而基于各大央行超大规模流动性宽松和资产购买造成的货币供给宽松，通胀率反弹的预期是中长期的。因此无论通胀是低位震荡还是出现反弹，反弹的预期会持续存在，所以如果后市不发生深度通缩的话，通胀预期起来与否，只会影响黄金上涨的速度

请务必阅读正文之后的免责声明。

率与节奏，并不影响其上涨的方向。如果通胀预期快速抬头，将会助推金价走向更高的一个位置。

四、综合分析

从核心逻辑来看，目前影响金价最核心因素是美债收益率以及通胀预期。近期美联储主席也是多次发声缓解市场的担忧，强调了美联储不急于撤回刺激措施，这鼓励了投资者进一步推高收益率曲线。其次今年随着疫苗的持续接种以及新冠新增人数的边际回落，全球经济前景向好，也助推了美元的走强，因此美元与美债收益率的强势短期将会持续打压金价走势。

而通胀方面，我们注意到近期美联储主席鲍威尔接连发声，缓和市场对于通胀抬头的担忧，其次从数据上看，目前的通胀率仍然非常低，而且虽然通胀预期的各项指标最近有些回升，但依然是在最近的历史范围内。因此短期金价还将继续承压。

长期来看，目前来看美联储未来数年或将保持持续低利率，而美联储也表示眼下，在就业和通胀上，经济仍然远未达到目标，取得实质性的进一步进展将需要一些时间。美联储官员近期不厌其烦地一再向市场保证货币政策将在一段时间内维持不变，因市场对通胀的担忧与日俱增，尤其是拜登 1.9 万亿刺激案所带来的潜在通胀威胁，让投资者相当恐慌。不论是通胀预期的上涨还是美联储维持宽松货币政策的承诺，对金价都是利好。因此虽然短期通胀回升并不明显，美债收益率的上涨令金价承压，但是长期来看，通胀预期的抬头依旧是黄金上涨的核心因素，因此长期看多黄金。2021 年白银的表现将超过黄金。低利率、美元走弱和通胀压力上升将推动黄金和白银，这两种金属都被视为货币金属。不过，今年经济活动改善将为银价提供另一个支撑。

投资建议：预计短期金价维持震荡偏弱运行，伦金运行区间在 1680-1760 美元/盎司，沪金主力运行区间在 350-375 元/克。短期金价下方依旧存在空间，建议短空为主。中长期建议逢低做多。远月合约多单持续持有。

风险点：变异病毒消息，疫苗研发消息，美联储会议纪要，美债收益率走势

联系我们

大陆期货研究所

地址：上海市徐汇区凯旋路 3131 号明申中心大厦 26 楼

电话：021-54071958



微信：DLQH-YJS



微博：大陆期货研究所

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。且报告并不能完全阐述出市场变动的所有影响因素，期货市场相关品种波动剧烈，存在较大的不确定性与投资风险，我们也无法就市场行情做出确定性判断，报告中的信息或提供的投资建议并不构成期货品种买卖的依据，由于该报告编写时融入分析师个人观点，并不代表上海大陆期货公司的立场，请谨慎参考。投资者必须认识到期货交易是一种高风险的经济活动，我公司不承担因根据本报告所进行的期货买卖操作而导致的任何形式的损失，一切买卖风险自负。

另外，本报告版权仅为上海大陆期货公司所有，未经我公司允许批准，本报告不得以任何形式传送、翻版、复印、刊登、发表或派发此报告的材料、内容予以其他任何人，或投入商业使用。如引用、刊发，须注明出处为上海大陆期货公司，且不得有悖本报告原意的引用、删节、修改。