

黄金短空长多格局不变

<贵金属> 2021.3.28

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, 本周国际黄金整体维持震荡整理，外盘金价小幅下跌12美元。本周金价的下跌主要还是因为长期美债收益率继续保持高位，并且有持续向上的空间，削弱了黄金的吸引力。其次尽管美联储主席鲍威尔依旧保持鸽派态度，但却没有未有进一步鸽派举动也令市场怀疑美联储的政策转向压制了金价上涨的空间。最后，黄金作为一种避险资产，疫苗的持续接种导致避险情绪明显缓和，而经济复苏又推动美元反弹制约金价走势。

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。

2, 从核心逻辑来看，目前影响金价最核心因素依旧是美债收益率以及通胀预期。美联储主席鲍威尔近期表示，他对长期收益率的上涨并不担心，他的关注重点仍将放在金融状况是否仍然宽松上，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，伦敦金运行区间在1680-1780美元/盎司，沪金主力运行区间在355-380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（本周多数机构持短空态度）

道明证券(TD Securities)大宗商品策略主管 Bart Melek 表示，美联储表示，尽管我们可能会看到通胀攀升，但他们不会进行干预，这最终意味着我们可能会看到通胀急升，而美联储仍将观望……这些因素正在帮助金价上涨。

Blue Line Futures 首席市场策略师 Phillip Streble 称，直到今年晚些时候，金价都不太可能突破每盎司 1700-1750 美元的区间，届时增长和通胀可能停滞，投资者可能会青睐追随通胀上升的资产和大宗商品。

AvaTrade 首席市场分析师 Naaem Aslam 则指出，随着美元指数继续缓慢走高，黄金价格未能找到方向。当然，从交易商角度来看，这是另一个提高风险偏好的事件，它可能使黄金价格进一步受挫。但只要黄金价格维持在 1700 美元之上，它就不会有问题。

德国商业银行分析师 Eugen Weinberg 表示，“债券收益率上升（对黄金造成压力）和股市紧张情绪（倾向于支持金价）之间的拉锯战还在持续，我们目前预计黄金将在未来几周触底。”

Wolfpack Capital 首席投资官 Jeff Wright 表示：“2月零售销售、上周的就业数据、国债收益率数据与美元水平等数据描述的通胀状况相互矛盾，这令金价无所适从。”

二、黄金走势

2.1 期货走势：

本周国际黄金整体维持震荡整理，外盘金价小幅下跌 12 美元。本周金价的下跌主要还是因为长期美债收益率继续保持高位，并且有持续向上的空间，削弱了黄金的吸引力。其次尽管美联储主席鲍威尔依旧保持鸽派态度，但却没有未有进一步鸽派举动也令市场怀疑美联储的政策转向压制了金价上涨的空间。最后，黄金作为一种避险资产，疫苗的持续接种导致避险情绪明显缓和，而经济复苏又推动美元反弹制约金价走势。

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 26 日，全球最大的黄金基金 SPDR Gold Shares 黄金持有量为 1037 吨，较上周下降了 15 吨，在经历上周短暂上涨以后再度出现持仓下滑。黄金 ETF 由于其增减持仓和黄金价格走势高度正相关，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

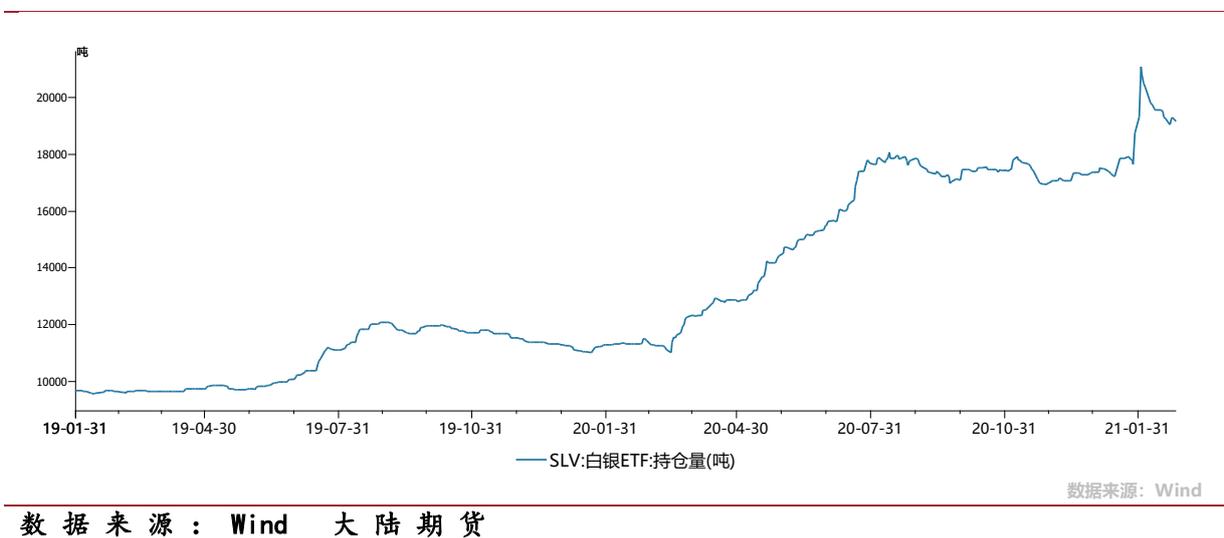
图 5 沪银收盘价



3.2 持仓情况

截止 3 月 26 日，白银基金 iShares Silver Trust (SLV) 白银持有量为 17997 吨，周减少 306 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 经济数据喜忧参半

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。不过周二公布的经济数据显示美国 2 月零售销售下降 3%，数据公布后金价也有所上涨。此外，周二公布的 2 月工业产出同样下降 2.2%。这又使得金价有些无所适从。

4.2 美联储官员发表经济乐观言论，对金价不利

美随着疫苗接种进度加快，美国政府财产法案落地，市场对于美国经济强劲复苏的乐观情绪日益升温。同时，对于通胀的担忧也逐渐扩大，虽然美联储不断以鸽派发言安抚市场，但对于美联储收紧货币政策的讨论依然热烈。

鲍威尔周二对众议院金融服务委员会表示，鉴于被压抑的需求释放、供应链瓶颈以及同比基数较低，“我们确实预计通货膨胀率将在今年上升。我们认为，在最好的假设情境下，这些因素对通货膨胀的影响既不会特别大，也不会持续存在。

尽管如此，人们对经济强劲复苏的预期正在不断升温。得益于以万亿美元计的财政刺激措施，以及疫苗接种范围不断扩大，美国各州正在不断放松对包括学校和餐饮等各个方面的限制措施。在经济和通胀前景改善之下，10 年期美国国债的收益率出现急剧上升。

4.3 拜登 3 万亿美元基建和税收计划预期升温

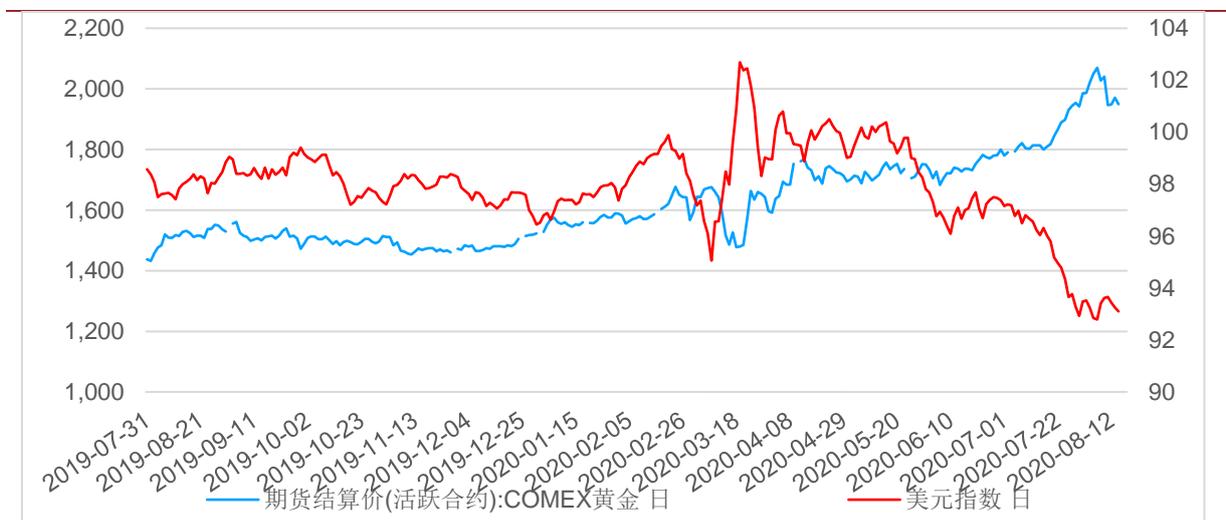
在 1.9 万亿刺激案通过之后，拜登政府开始着手任内的第二份更猛的刺激方案，即基础设施建设。不过新的基建方案的总金额看似很高，但由于它覆盖的年限长达 10 年，因此每年平摊的金额相对于过去一年美国通过的刺激计划来说相对较小，每年 2000-4000 亿美元只相当于美国 GDP 的 1%-2%。

可以预料的是，未来几年水不会停，美联储的货币政策与财政部的财政政策将比预料的更加宽松。

4.4 美元指数上行，打压金价走势

本周美指冲破 92 关口在 93 下方盘整，给到了黄金一定压力。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

4.5 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。

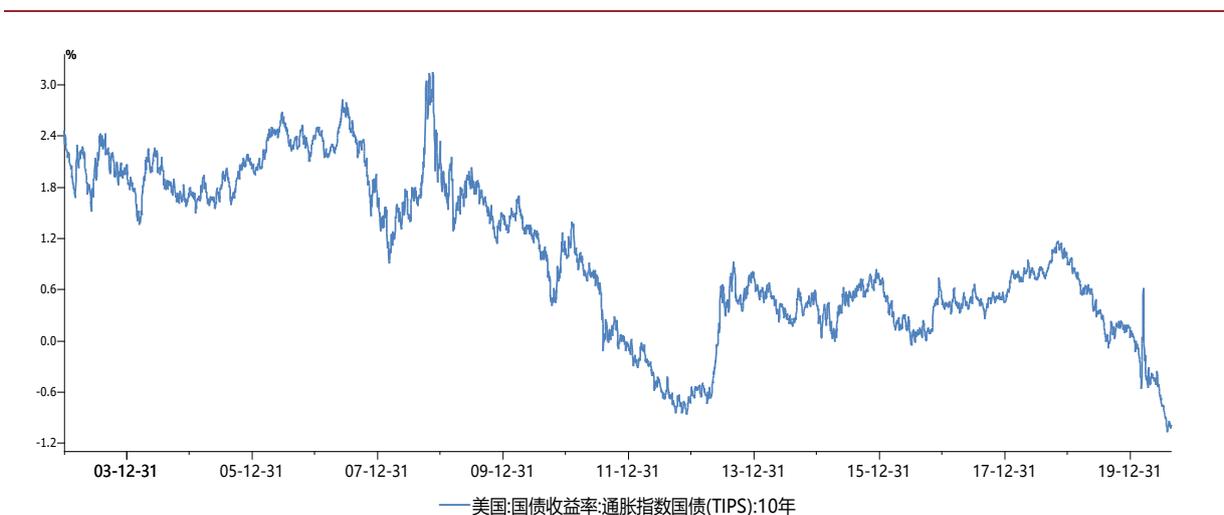
图 8 美联储降息对黄金影响



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

四、综合分析

从核心逻辑来看，目前影响金价最核心因素依旧是美债收益率以及通胀预期。美联储主席鲍威尔近期表示，他对长期收益率的上涨并不担心，他的关注重点仍将放在金融状况是否仍然宽松上，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 1680-1780 美元/盎司，沪金主力运行区间在 355-380 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。