

美债美元齐落，通胀水平再创新高

<贵金属> 2021.4.18

摘要：

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

1, 本周期货黄金继续延续前两周的震荡上行行情，注意到本周10年期美债收益率收跌近8个基点至1.579%，盘中创3月11日以来新低至1.526%。美元指数收跌0.71%至91.533，创3月18日以来新低至91.484。受到美元和美债双双走低，现货黄金本周收涨1.86%至1776.49美元/盎司，录得2月25日以来新高至1783.81美元/盎司，并创2020年12月18日当周以来最佳周度表现。而通胀方面，本周出炉的美国3月零售销售录得10个月来最大增幅，美国3月季调CPI年率录得2.6%，创2018年8月以来新高；美国3月季调后CPI月率录得0.6%，为去年7月以来新高。美国3月生产者物价指数(PPI)升幅超过预期，录得九年半来最大年度升幅，支撑了金价的上行。另外值得一提的是，美国总统拜登之前提出了1.52万亿美元的2022财年预算案，另一项总额料为1万亿美元左右的长期社会支出计划也将出炉，这在很大程度上提升了通胀的潜在风险，这些因素共同提振了金价的上涨。不过由于美国经济数据的强劲以及美股不断创新高，黄金上涨之路并非一帆风顺。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，我们预计这次美债收益率的提升阻力位置在2.0%附近，短期对于金价形成压力。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，通胀数据虽有抬升，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。本周美元与美债的乏力给了黄金极大的机会。其次三月份美国通胀水平也再次提振了金价走势。

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，尤其是拜登新基建法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运行，伦敦运行区间在1720-1820美元/盎司，沪金主力运行区间在365-385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：疫苗接种情况，美联储会议纪要，美债收益率走势，美国经济数据

一、机构分析（本周多数机构持看多态度）

Circle Squared Alternative Investments 的创始人 Jeffrey Sica 表示，肯定会出现大量的通货膨胀，并预见到一些潜在的历史性通货膨胀水平，但近期黄金上涨更多是受到美元疲软和低利率环境推动。

AvaTrade 首席市场分析师 Naeem Aslam 在一份报告中写道：“美国零售销售数字增强了交易员的乐观情绪。就黄金而言，随着美元指数进一步走弱，我们看到了更多的上行动力，因为美联储主席已经告知市场，利率不会很快上涨。”

MUFG 的分析师表示：“我们将看到人们非常期待的通胀急升的第一个证据，普遍预计通胀将在未来数月大幅上升，因为基期效应将开始产生影响。”他们称，美元的走势仍将与美国 10 年债收益率有很大关联。

ING 全球市场负责人、英国和中东欧地区研究主管 Chris Turner 表示：“金融市场上阻碍 2021 年全球复苏的最大可感知风险之一就是债券市场发脾气——美国收益率无序上涨。因此，尽管美国 3 月通胀和零售表现远好于预期，但本周美债收益率跌幅之大确实令人惊讶。美元指数甚至有可能重新下探年内低点 89.206。”

OANDA 高级市场分析师 Edward Moya 表示：“支持黄金的宏观理由也有所改善，我们准备好了向 1800 美元进发。由于我们看到美债收益率出现了一些极端的技术性抛售，许多投资者放弃了一些头寸，这确实为金价继续上涨提供了强劲的背景。”

DailyFX 外汇策略师 Ilya Spivak 说：“我们已经看到 10 年期国债收益率(上日)回落并跌破了关键的 1.6%水准，我认为这可能意味着收益率至少在短期内会出现疲软，这对黄金非常有利。”

StoneX Group 的分析师 Yingtao Jin 表示：“美联储官员表态，暗示愿意容忍通胀进一步上涨后，美元走软，给黄金带来支撑。”

Kotak Securities 首席商品研究副总裁 Ravindra Rao 说：“支撑黄金价格的重心是，美联储强调保持低利率以及抗疫形势依然严峻。”

二、黄金走势

2.1 期货走势：

本周期货黄金继续延续前两周的震荡上行行情，注意到本周 10 年期美债收益率收跌近 8 个基点至 1.579%，盘中创 3 月 11 日以来新低至 1.526%。美元指数收跌 0.71%至 91.533，创 3 月 18 日以来新低至 91.484。受到美元和美债双双走低，现货黄金本周收涨 1.86%至 1776.49 美元/盎司，录得 2 月 25 日以来新高至 1783.81 美元/盎司，并创 2020 年 12 月 18 日当周以来最佳周度表现。而通胀方面，本周出炉的美国 3 月零售销售录得 10 个月来最大

增幅，美国3月未季调CPI年率录得2.6%，创2018年8月以来新高；美国3月季调后CPI月率录得0.6%，为去年7月以来新高。美国3月生产者物价指数(PPI)升幅超过预期，录得九年来最大年度升幅，支撑了金价的上行。

图 1 COMEX黄金收盘价



图 2 沪金收盘价



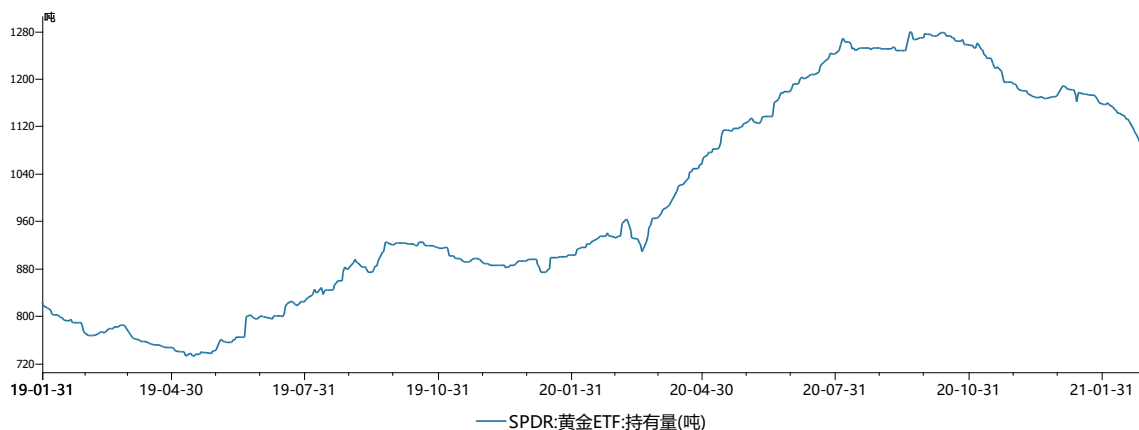
另外值得一提的是，美国总统拜登之前提出了 1.52 万亿的 2022 财年预算案，另一项总额料为 1 万亿美元左右的长期社会支出计划也将出炉，这在很大程度上提升了通胀的潜在风险，这些因素共同提振了金价的上涨。不过由于美国经济数据的强劲以及美股不断

创新高，黄金上涨之路并非一帆风顺。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，我们预计这次美债收益率的提升阻力位置在 2.0%附近，短期对于金价形成压力。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，通胀数据虽有抬升，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。

2.2 持仓情况

截止 4 月 7 日至 4 月 13 日当周，黄金看多意愿降温；黄金投机性净多头减少 8635 手合约，至 180874 手合约。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 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

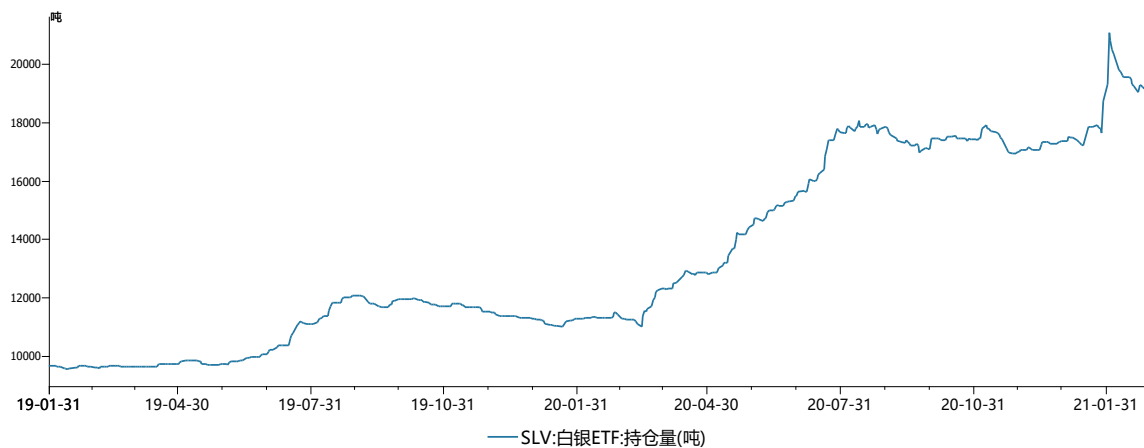


数据来源：Wind 大陆期货

3.2 持仓情况

截止4月7日至4月13日当周，投机者持有的白银投机性净多头增加4019手合约，至36424合约，表明投资者看多白银的意愿升温。不过目前来看，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



数据来源：Wind

数据来源：Wind 大陆期货

四、黄金影响因素与核心逻辑

4.1 美国通胀数据表现喜人，推高金价

美国 3 月零售销售录得 10 个月来最大增幅，美国 3 月未季调 CPI 年率录得 2.6%，创 2018 年 8 月以来新高；美国 3 月季调后 CPI 月率录得 0.6%，为去年 7 月以来新高。美国 3 月生产者物价指数 (PPI) 升幅超过预期，录得九年半来最大年度升幅。上周初请失业金人数降至 2020 年 3 月以来的最低水平。

这些数据表现可能标志着在公共健康环境改善和政府大举注资之际，经济复苏已开始导致通胀上升。突显出经济前景更加光明，巩固了对第一季度强劲增长的预期。

4.2 美联储多名官员强调维持宽松

波士顿联储主席罗森格林周一表示，得益于宽松的货币和财政政策，美国经济今年可能大幅反弹，但就业市场仍有很大改善空间，“鉴于就业市场依然存在大量闲置，且通胀仍低于美联储 2% 的目标，我认为目前高度宽松的货币政策立场是合适的。”

罗森格林指出，在去年采用的新框架下，美联储官员将保持耐心，将利率保持在接近于零的水平，直到实现通胀目标，当失业率较低时，不会因为预期通胀会上升而加息。他并表示，今年经济不太可能过热，美联储拥有应对通胀意外飙升的工具。

“充分就业和通胀达到 2% 并继续上升一段时间”是美联储为开始考虑缩减其支持经济措施而设定的标准。美联储主席鲍威尔在近期的多次讲话中都回应了这一观点，即在劳

动力市场持续疲软的情况下，政策制定者将谨慎看待近期价格上涨。虽然许多投资者仍担心，如果通胀数据增长超出预期很多，美联储今年稍晚或将改变基调，但目前他们愿意姑且相信美联储。可以预见短期美联储政策基调大概率不会转变。

4.3 全球疫苗接种副作用不断，影响疫苗普及进程

美国联邦卫生机构周二建议，至少暂停接种强生新冠疫苗几天。之前有六位年龄不到 50 岁的女性接种疫苗后出现罕见的血栓。这令控制疫情遭遇新的阻碍。

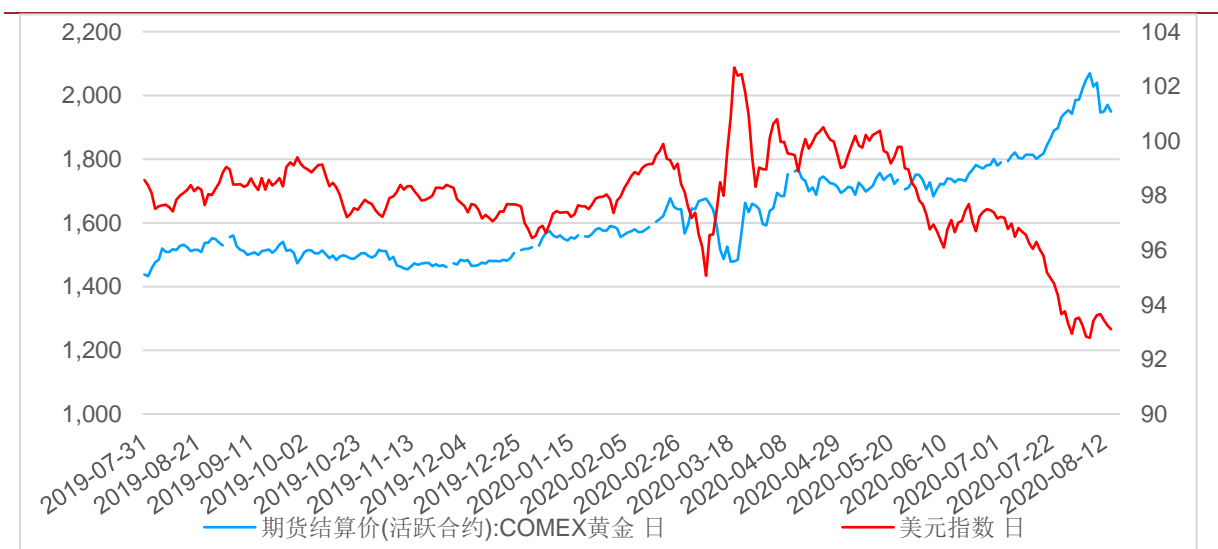
此前欧洲已经有逾 920 万人接种了阿斯利康疫苗，44 例罕见的脑部血栓报告。上周，欧洲药品管理局(EMA)一名高层官员表示，阿斯利康新冠疫苗与罕见的脑部血栓状况之间有明显“关联”。疫苗接种进程受到影响也在一定程度上提振了金价的走势。

4.4 美股创新高削弱美元吸引力

本周美国股市强劲上涨，道琼斯指数和标准普尔 500 指数均创下历史新高，分别至 34256.75 和 4191.31 点。一些分析师指出，这是在风险偏好增加的情况下打压了传统避险工具美元的魅力。美元的乏力给了黄金极大的机会，黄金周四涨逾 1%，创本月迄今最大涨幅，周线上涨 0.84%。

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。

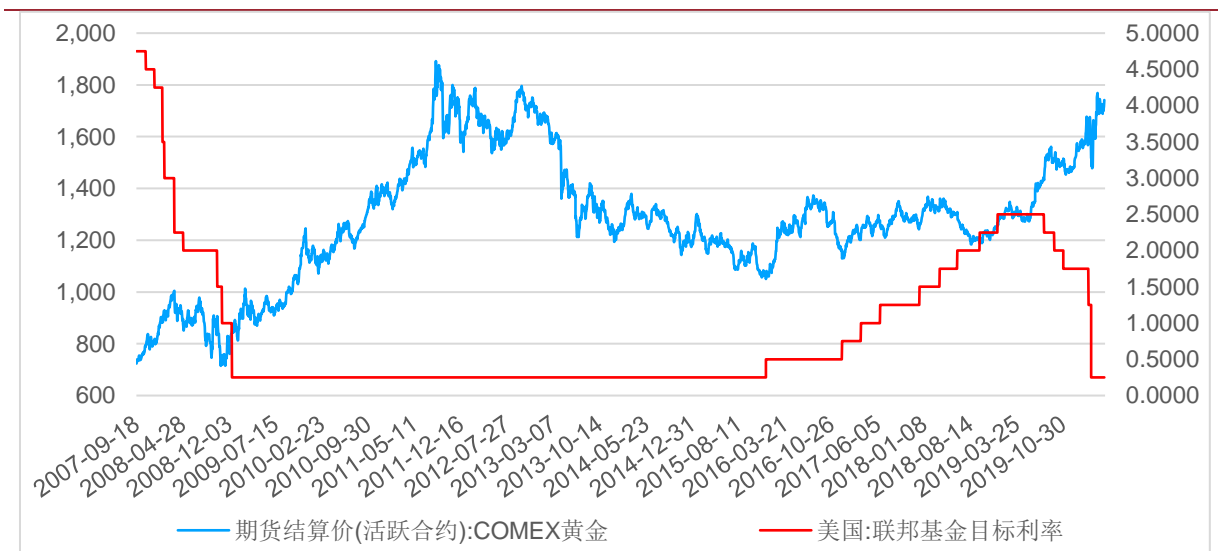
1，首先今年紧急降息与前一次降息（2019.10）隔了近 5 个月，这根横线代表了 5 个月时长而 08 年 10 月份那次紧急降息前同样与当年 4 月份常规降息相隔 5 个月左右，也就是降息的周期性很像。

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。

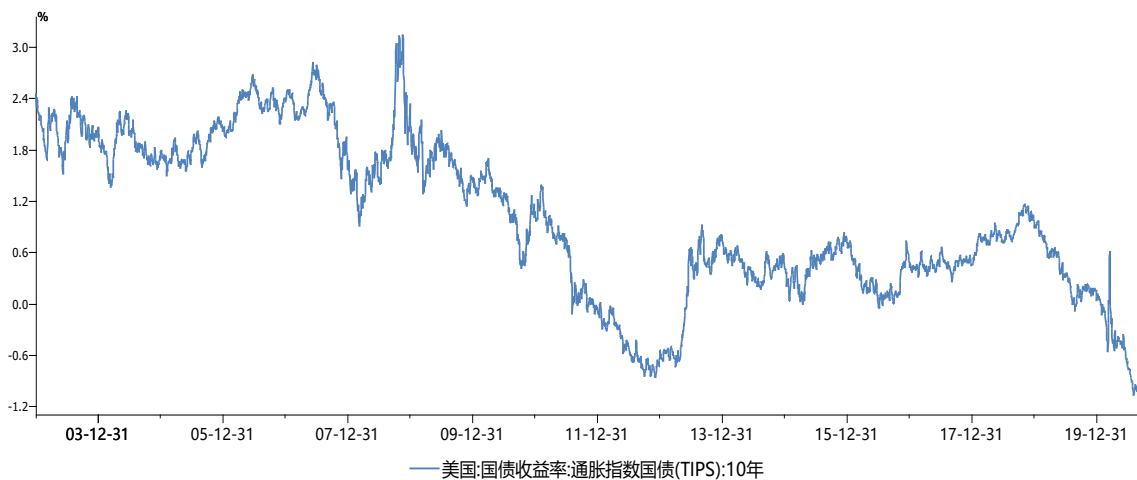
图 8 美联储降息对黄金影响



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是美债收益率以及通胀预期。本周美元与美债的乏力给了黄金极大的机会。其次三月份美国通胀水平也再次提振了金价走势。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，尤其是拜登新基建法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运行，伦敦金运行区间在 1720-1820 美元/盎司，沪金主力运行区间在 365-385 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:疫苗接种情况，美联储会议纪要，美债收益率走势，美国经济数据

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。