



投资咨询部

## 通胀预期下的黄金何去何从？

——2021 年 2 月回顾与 2021 年 3 月行情展望

研究员：

于海建

从业资格号：

F0259236

投资咨询号：

Z0011117

电话：

17519118315

邮箱：

yuhaijian@bhfcc.com

内容摘要：

- 1、10 年期美债持续反弹带来明显压力
- 2、货币宽松政策支撑黄金的力度在减弱
- 3、疫情转好下的全球经济加速恢复
- 4、技术面进入下行通道

### 第一部分 2021 年 2 月行情回顾

图1：沪金指数日线图

图2：美元指数日线图



数据来源：博易大师 渤海研究院

2 月黄金价格延续调整，价格重心不断下移，而且打出了近 8 个月的新低。中国农历新年的购金热潮仅仅提供了四个交易日的反弹，而在大洋的另一端，美债收益率节节高升，黄金的黯淡在所难免。同时全球疫情逐渐好转，复产复工带来更多风险偏好，资本逐利更倾向于高收益的风险资产。

截至 2021 年 2 月 26 日，沪金主力合约收于 369.50 元/克，2 月下跌 18.84 元/克（-4.85%）；持仓增加 19707 手。

### 第二部分 基本面因素分析

#### 一、10 年期美债持续反弹带来明显压力

2 月 25 日，美国 10 年期国债收益率升破 1.40% 关口，为 2020 年 2 月以来首次。意味着各种借贷成本的上升，会带动按揭抵押贷款、信用贷款、汽车贷款、学生贷款，乃至所有商业贷款的利率一起上涨。市场在反应美国疫情改善，

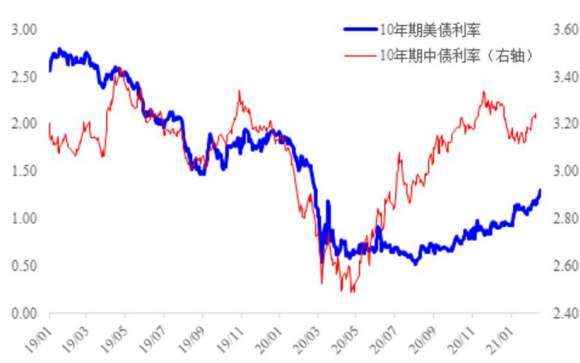


经济恢复，后面服务业将会回归正常的预期。相较于疫情前1.8-1.9%的美债收益率水平，目前的美债利率，还是明显低于疫情前的利率水平。所以这种反弹更多定义为经济和利率正常化，而不是实质性的收紧。另外一方面是在疫情前，美国的经济已经处在周期偏低位置，10年期美债是从18年的高位3%左右，回落到疫情发生前1.8-1.9%的水平。所以这样来看，1.3%的美债利率不算高，后面还有继续反弹的空间。

图3：10年期美债收益率图



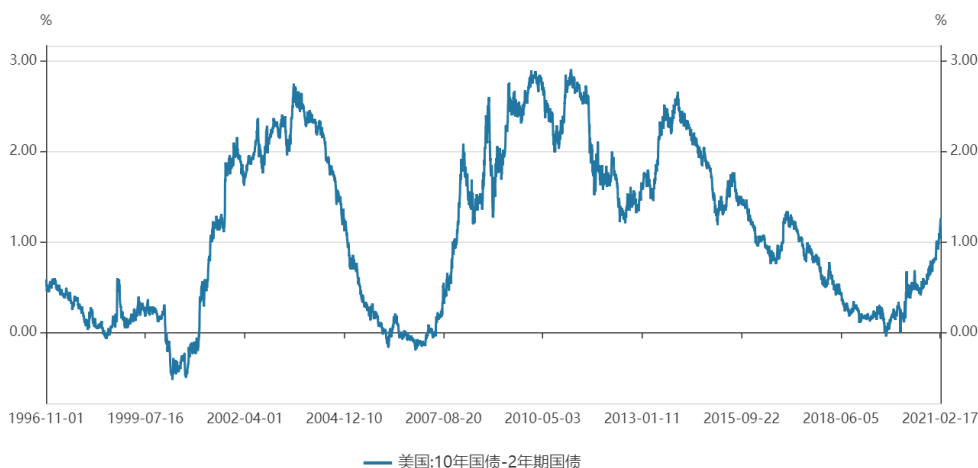
图4：10年期中债与美债叠加图



数据来源：WIND 渤海研究院

所以，10年美债后面回到1.8%以上是大概率事件。从美债期限利差的水平看，衰退到复苏过程中，10Y-2Y的期限利差要回到2%的水平，也就意味着，这一轮10年美债利率从1-2年的时间周期去看，很有可能要回到2.5%的水平。

图5：10Y-2Y美债期限利差图



数据来源：WIND 渤海研究院

中国国债是最早完成疫情正常化的利率。在2020年3季度，基本回到了疫情前的利率中枢水平。过去几个月，中债主要围绕3.1-3.3%这个区间波动，这也是疫情之前，2019年中债的主要波动区间。市场对央行的货币政策预期还是中性略紧的判断。也就是说，10年美债在1.8%以下，可以认为是政策正常化，1.8%以上，要开始小心政策收紧的风险。

美债利率持续反弹的影响是什么？

1) 中债的角度，仍然是易上难下的环境。一是从外围利率环境去考虑市场心态问题，二是美债反弹，印证海外经济复苏，从经济基本面和通胀预期去考虑也是相似的影响。

2) 商品的角度，海外经济复苏，长端利率抬升环境，一个可对冲的头寸方向是能源价格。历史上，商品价格



（特别是海外属性商品）和美债利率大体同方向，而不是反方向。在美国为代表的发达经济体，制造业库存回到合意中性水平之前，海外经济的复苏（即使生产供给恢复），对商品价格的作用保持正面。尤其从最近有色品种的上涨可见一斑。

3）对于股票市场，一方面会有资金做景气度交易，在海外经济复苏的情况下，能源、材料和金融的景气度会有明显提升。另一方面，这一波的经济复苏，主要是疫情扰动带来的，而不是内生可持续的增长。这导致会有另一波资金仍然会将关注长期增长和稳定现金流的公司上面。这导致股票市场面临更多机会，伴随宽松的资金面会有明显上行。

尽管美联储仍然表明“鸽态”：美联储主席鲍威尔表示，距离目标还有很长的路要走，需要一些时间才能取得进一步进展。事态发展表明，今年晚些时候经济前景将有所改善。但经济发展的道路仍然在很大程度上取决于疫情和遏制措施。不可否认的是，在美债收益连续上攻之际，货币政策转向已经不再遥不可及。而实际利率也呈现出稍稍上抬的姿势，这对黄金是一个利空征兆。

## 二、货币宽松政策支撑黄金的力度在减弱

美国时间2月26日，众议院将就新一轮刺激计划进行投票。在这之前，包括多名华尔街高管在内的逾150名美国商界领袖联名致信两党国会领袖，希望国会迅速采取行动批准拜登刺激计划，应对疫情影响。在失业率下降、货币环境超常宽松、消费者需求可能进一步增强的背景下，1.9万亿美元刺激计划规模是美国经济预期产出缺口的三倍。当下市场早已认同了刺激计划的推出，只是时间上的早晚而已，那么盘面价格多半已经体现这种宽松政策所带来的预期效果。比如通胀中枢的上抬，会看到原材料、能源价格的上涨。然而黄金价格却一直没有反应，因为连续的宽松政策已经将金价推至历史高位，同时美元在连续走熊后也在今年迎来反弹窗口，预计3月份仍有上行动作，黄金价格会继续受到压制。

图6：美元走势日线图



数据来源：博易大师 渤海研究院

## 三、疫情转好下的全球经济加速恢复

全球疫情出现明显好转趋势，世卫组织表示，全球新冠肺炎新增确诊病例数已连续第六周下降，周度新增确诊病例数量也出现了自去年10月以来单周新增病例数量最低。从国外新增确诊病例走势图可以看出，全球新增确诊病例越过拐点后，持续的下降，疫情好转趋势非常明显。

图7：国外疫情新增趋势图



数据来源：WIND 渤海研究院

随着疫苗的量产与广泛应用，叠加天气转暖利于疫情的防控，疫情将会出现明显好转趋势，疫情在下半年则会进入尾声，历时两年的新冠肺炎疫情亦将会过去。

在此乐观预期下，各类经济指标均有较好修复，且未来仍有继续转好预期。

图8：美国制造业PMI趋势图



数据来源：WIND 渤海研究院

在经济加速恢复过程中，会给风险资产带来高溢价，从资本逐利的角度讲，资金将更多地从避险资产转向风险资产。



图9：2月份黄金期货持仓额变化图

| 序号  | 日期         | ↓品种 | 持仓额(万元)      | 持仓额变化(万元)   | 持仓额(万元)*   | 持仓额变化(万元)*  |
|-----|------------|-----|--------------|-------------|------------|-------------|
| 600 | 2021-02-01 | 黄金  | 7,623,579.42 | -50,996.48  | 613,643.11 | -2,023.71   |
| 601 | 2021-02-03 | 黄金  | 7,372,116.04 | -82,744.98  | 593,007.61 | -5,873.53   |
| 602 | 2021-02-04 | 黄金  | 7,610,801.38 | 238,685.34  | 612,054.80 | 19,047.19   |
| 603 | 2021-02-05 | 黄金  | 7,539,393.25 | -71,408.13  | 606,334.81 | -5,719.99   |
| 604 | 2021-02-09 | 黄金  | 7,032,448.97 | -345,688.04 | 562,634.14 | -27,656.84  |
| 605 | 2021-02-02 | 黄金  | 7,454,861.02 | -168,718.41 | 598,881.14 | -14,761.98  |
| 606 | 2021-02-18 | 黄金  | 6,880,643.66 | 160,245.55  | 688,064.37 | 16,024.56   |
| 607 | 2021-02-19 | 黄金  | 7,072,553.47 | 191,909.81  | 565,843.60 | -122,220.77 |
| 608 | 2021-02-22 | 黄金  | 7,046,309.95 | -26,243.52  | 563,748.87 | -2,094.73   |
| 609 | 2021-02-23 | 黄金  | 7,293,780.36 | 247,470.41  | 583,533.47 | 19,784.59   |
| 610 | 2021-02-24 | 黄金  | 6,947,034.71 | -346,745.65 | 555,792.24 | -27,741.22  |
| 611 | 2021-02-10 | 黄金  | 6,720,398.11 | -312,050.87 | 672,039.81 | 109,405.67  |

数据来源：WIND 渤海研究院

### 第三部分 技术分析

数据显示，截至2月26日黄金ETF-SPDRGoldTrust的黄金持仓量约为1100.24吨，近期连续减仓，并没有停止的势头。

图10：黄金ETF持仓



数据来源：渤海研究院

美元指数在2月最后一个交易日继续下行并创新低，3月价格难逃螺旋向下。





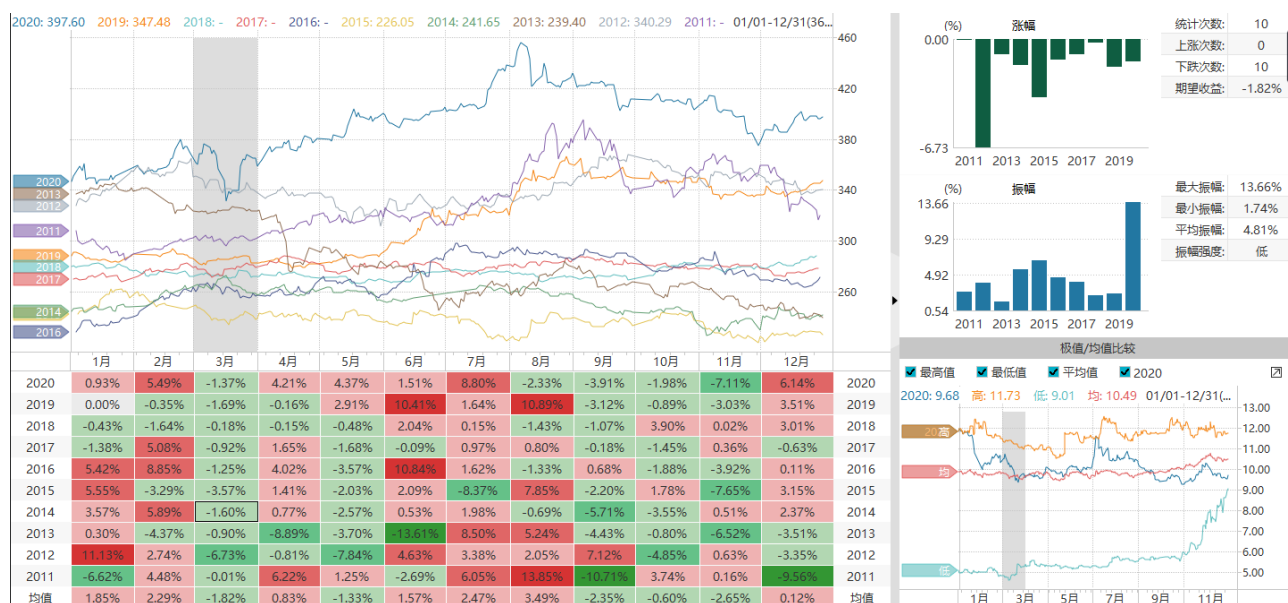
图11：美黄金指数日K线图



数据来源：文华财经 渤海研究院

季节性图表显示近 10 年国内黄金价格在 3 月份均为下跌走势。

图11：黄金季节性图



数据来源：WIND 渤海研究院

## 第四部分 2021 年 3 月行情展望

宽松货币政策对黄金的支撑效果逐渐减小，最重要的是这种政策带来的通胀利多被 10 年期美债利率上行所对冲掉。市场对远期的乐观形成了流动性收紧的预期。另外乐观的情绪会导致资金趋于流入风险资产，流出避险资产。而从技术上看黄金进入下行通道，价格呈螺旋下跌。唯一的利多就是美国通过 1.9 万亿的刺激计划，届时出现反弹将是介入空单机会。



**免责声明：**

本报告仅供渤海期货有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本报告基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该信息的准确性或完整性，客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。