



2021 年 3 月 3 日 星期三

## 美国经济势能良好

### 金价将继续承压

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

#### 要点

- 当前全球经济复苏确定性增强,美国在新一轮财政刺激下经济有望加速复苏,投资者的风险偏好持续抬升,美国长端利率快速上行,通胀预期改善,但美联储一再表示并不会因此过早收紧货币政策。虽然目前疫情给欧洲经济带来的负面影响趋于回落,但欧元区经济复苏势头弱于美国。在欧美经济预期的差异下,预计美元指数呈现低位反弹之势,这将压制黄金价格走势。而白银价格的波动依然会在较大程度上受到有色金属整体价格走势的影响。
- 预计3月国际金价的主要波动区间将在1650-1780美元/盎司之间,国际银价的主要波动区间在25-28美元/盎司之间。
- 投资策略建议:黄金逢高沽空
- 风险因素:疫苗有效率和接种率不及预期;美国经济复苏不及预期

## 目录

一、贵金属行情回顾.....	4
二、贵金属价格影响因素分析.....	5
1、    美国经济势能良好，通胀预期增强 .....	5
2、    欧元区经济复苏势头增强，将继续加强经济刺激 .....	6
三、市场结构及资金流向分析.....	8
1、    金银比价变化 .....	8
2、    铜金比价变化 .....	8
3、    期现及跨期价差变化 .....	9
4、    贵金属库存变化 .....	10
5、    金银 ETF 持仓分析 .....	11
6、    CFTC 持仓变化 .....	12
四、行情展望及操作策略： .....	13

## 图表目录

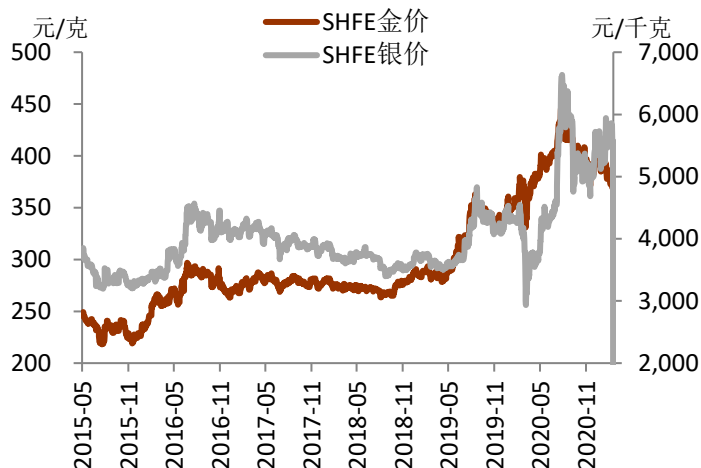
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势 .....	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势 .....	4
图表 3 金价与美元指数走势变化 .....	4
图表 4 金价与美债利率走势变化 .....	4
图表 5 金价与 VIX 指数的变化 .....	6
图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化 .....	6
图表 7 主要经济体 GDP 增速变化 .....	7
图表 8 美欧经济意外指数变化 .....	7
图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化 .....	7
图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化 .....	7
图表 11 美国就业情况变化 .....	7
图表 12 主要经济体 CPI 变化 .....	7
图表 13 COMEX 金银比价变化 .....	8
图表 14 沪期金银比价变化 .....	8
图表 15 铜金比价变化 .....	9
图表 16 金价与铜价走势对比 .....	9
图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化 .....	9
图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化 .....	9
图表 20 COMEX 黄金库存变化 .....	10
图表 21 COMEX 白银库存变化 .....	10
图表 22 上海黄金交易所白银库存变化 .....	11
图表 23 上海期货交易所白银库存变化 .....	11
图表 25 黄金 ETF 持仓变化 .....	12
图表 26 白银 ETF 持仓变化 .....	12
图表 27 CFTC 黄金净多头持仓变化 .....	12
图表 28 CFTC 白银净多头持仓变化 .....	12

## 一、贵金属行情回顾

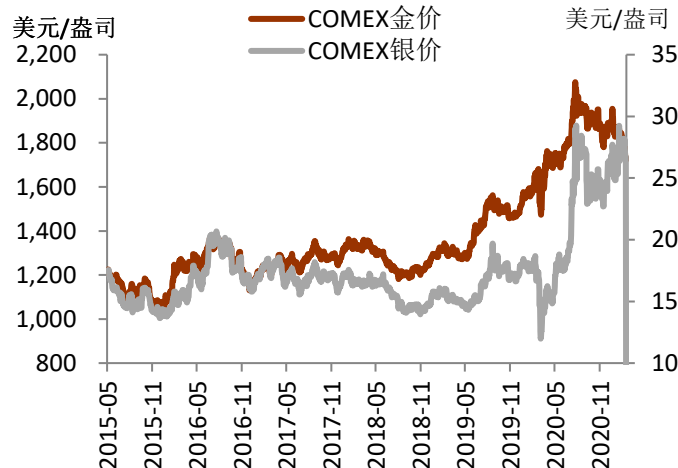
2021年2月，金银价格走势出现明显分化。受到美国经济数据好转，美债收益率持续走高的影响，国际金价持续震荡下行的走势，价格重心不断下移。而白银价格则受有色金属普遍上涨的影响走势偏强，非但没有下跌，反而价格重心有所上移。直到2月底，有色价格涨势暂停出现回调，白银价格的支撑减弱才跟随走低。截至2月底，COMEX期金主力合约报收于1733美元/盎司，月度跌幅达6.31%；COMEX期银主力合约报收于26.7美元/盎司，月度跌幅达1.33%。COMEX金银比价回调至66一线。

人民币兑美元汇率在今年1月暂停升值，2月份呈现出先升值后贬值的迹象，主要在6.4-6.5之间低位震荡。国内贵金属价格2月份走势强于外盘。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

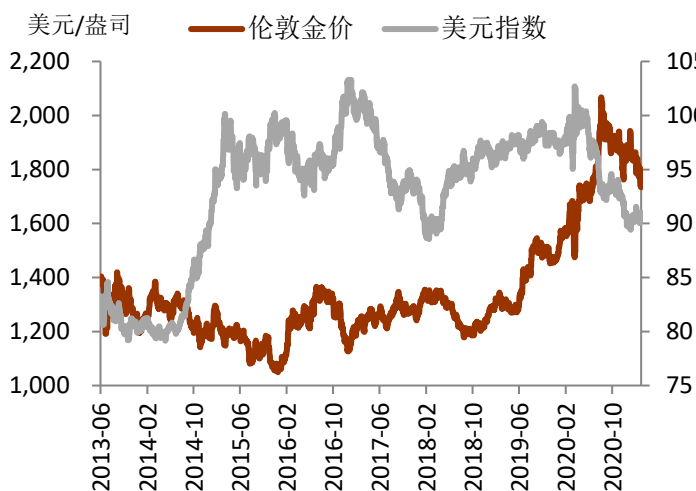


图表2 近5年COMEX金银价格走势



资料来源：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 金价与美债利率走势变化



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

## 二、贵金属价格影响因素分析

进入 2021 年，拜登上任后美国疫情防控向好，且拜登政府对 1.9 万亿美元的财政刺激方案不断推进，美国经济数据也好转，这些因素共振也强化了市场对今年经济顺利复苏的预期。投资者的风险偏好继续抬升，美债收益率大幅上涨，美元指数也呈现低位反弹之势，黄金价格承压下行。

### 1、美国经济势能良好，通胀预期增强

拜登就任美国总统之后持续推进新一轮大规模刺激计划，美国新任财长耶伦也表示对大规模财政刺激计划的支持，叠加疫苗投入使用后疫情数据持续下降，美国经济前景趋好，市场通胀预期走高。

美国 2 月 ISM 制造业指数 60.8，升至三年新高。2 月制造业 PMI 比 1 月 58.7% 上升 2.1 个百分点，大幅高于市场预期的 58.6%，连续 9 个月扩张。18 个制造业行业中的 16 个行业实现扩张，只有印刷和相关支持活动和石油和煤炭产品行业继续收缩。其中，物价支付指数上升 3.9 个点至 86%，连续 9 个月处于扩张区间，创 2008 年 7 月来最高。（最高值为 2008 年 5 月录得 88.1）。供应商交付指数上升 3.8 个点至 72，创去年 4 月以来最高，代表环比交付速度下降得更快。运输和劳动力的双重挑战仍在限制供应商的产量增长，并比前月更大程度地抑制了增长。

美国 1 月零售销售强劲反弹。在联邦经济纾困法案刺激下增加支出，1 月份美国零售销售额环比增长 5.3%，增幅七个月最大，远高于市场普遍预期的增长 1.2%。美国 1 月 CPI 同比上行 1.4%，增速持平前值；1 月 PPI 同比增速为 1.8%，增速回升 1 个百分点。1 月份美国 PCE 价格同比增速为 1.45%，较前值 1.26% 大幅提高，核心 PCE 价格同比增速为 1.53%，前值为 1.45%，美国 PCE 通胀已经连续两个月上升。在消费信心未来修复、房价高企的背景下，美国未来通胀走高正积聚势能。今年，包括石油、铜等在内的大宗商品价格持续上行，今年以来海外 CRB 商品指数已上涨约 10%。美国长端利率快速上行，10 年期美债收益率不断攀升创一年新高，最高一度达到了 1.54%，较 2020 年低位上行超过 100BP。对于日渐走高的通胀预期，美联储公布的 1 月货币政策会议纪要与鲍威尔均表示：“复苏远远没有实现，未来的路径仍然高度不确定，在遭受疫情重创的领域，物价仍温和，将继续提供货币政策支持”。“考虑政策改变之前，需要看到实际通胀上升”。表示其反映的是美国经济增长前景和通胀预期改善，同时强调美联储并无因此过早收紧货币政策的计划。

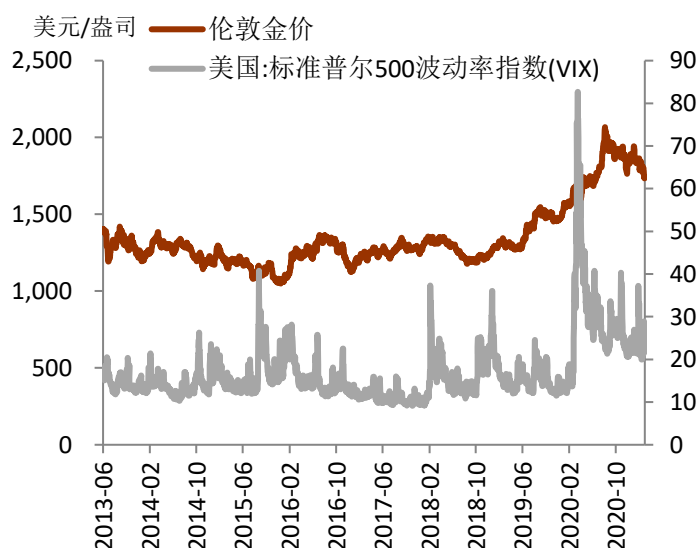
拜登政府强力财政刺激方案逐渐成型、美联储总体保持鸽派态度，预计美国核心通胀可能在今年二三季度逐渐接近并超过联储设定的 2% 目标值。但过快上行的利率水平不利于美国扩张性财政融资，预计联储可能加大公开市场操作力度、或启动收益率曲线控制。

## 2、欧元区经济复苏势头增强，将继续加强经济刺激

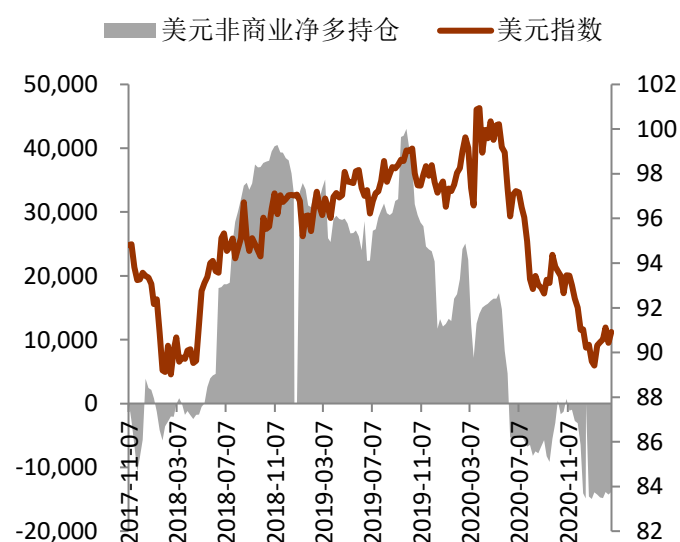
继1月制造业和服务业PMI小幅回落之后，欧元区2月制造业PMI大幅回升，显示其经济复苏势头增强。欧元区2月制造业PMI为57.7%，较前值大幅回升2.9个百分点，2月服务业PMI为44.7%，小幅回落0.7个百分点。德法制造业PMI大幅好于预期。德国2月Markit制造业PMI初值60.60，预期56.5，前值57.1。出口需求激增推动德国制造业活动在2月份达到36个月高点，遏制疫情的封锁措施推动服务业陷入更深的收缩。受到新订单增加的提振，法国2月Markit制造业PMI初值实际公布55，也好于预期和前值。冬季气温回落导致欧洲第二波疫情抬头，疫情防控措施趋严与供应短缺对欧洲制造业的恢复产生阻碍，但随着北半球气温回升以及疫苗投入使用，疫情给欧洲经济带来的负面影响趋于回落，经济复苏势头逐渐增强。

欧元区1月份CPI终值同比上升0.9%，较前值大幅回升1.2个百分点。欧元区1月份不含能源、食品、烟酒的核心CPI同比上升1.4%。虽然欧洲央行预计2021年通胀率将上升，但不会将短期事态发展认为通胀持续上升，仍更担心通胀过低而非过高。欧央行行长拉加德表示，在当前欧洲经济严重萎缩的状况下保持货币政策稳定，对提升消费者信心、降低经济复苏过程中不确定因素具有积极意义。欧洲央行公布1月货币政策会议纪要强调，需要持续和雄心勃勃的财政政策来支持经济复苏。欧洲央行充足的货币刺激措施仍是必要的，将继续随时准备适当地调整其所有工具，包括存款便利利率（DFR），以确保通胀以持续的方式朝着其目标前进。

图表5 金价与VIX指数的变化

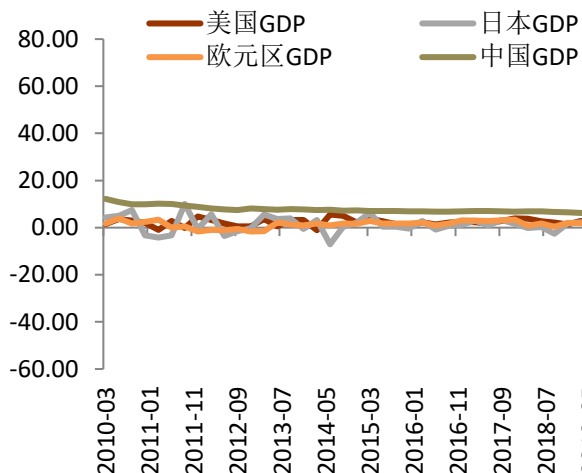


图表6 美元指数与美元指数净头寸变化

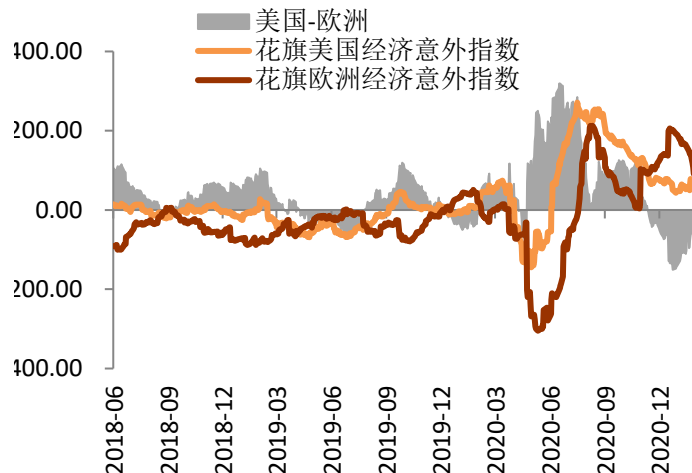


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 主要经济体 GDP 增速变化

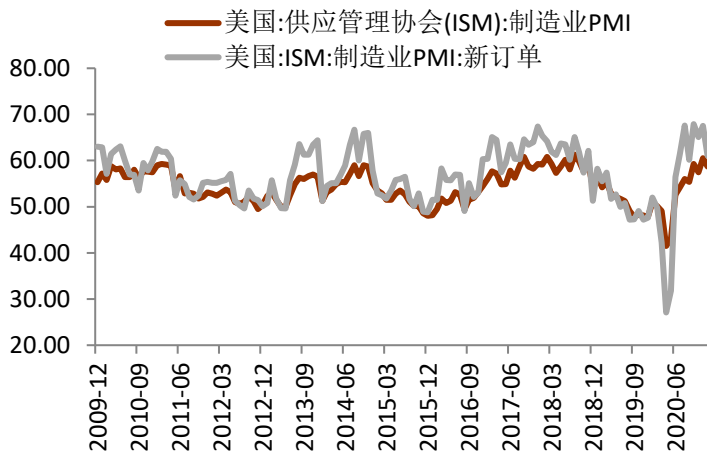


图表 8 美欧经济意外指数变化

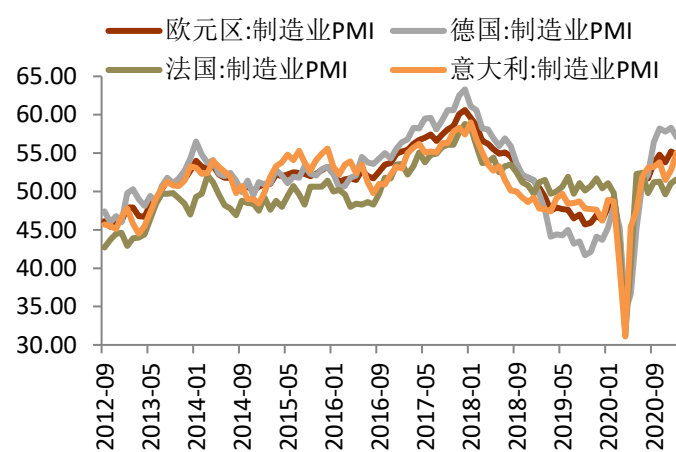


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

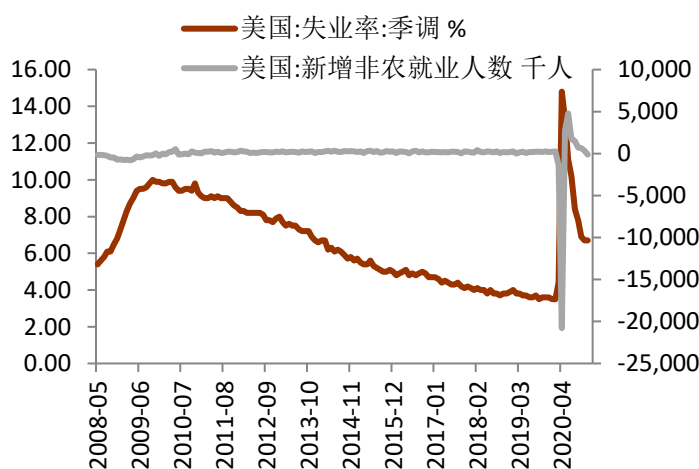


图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化

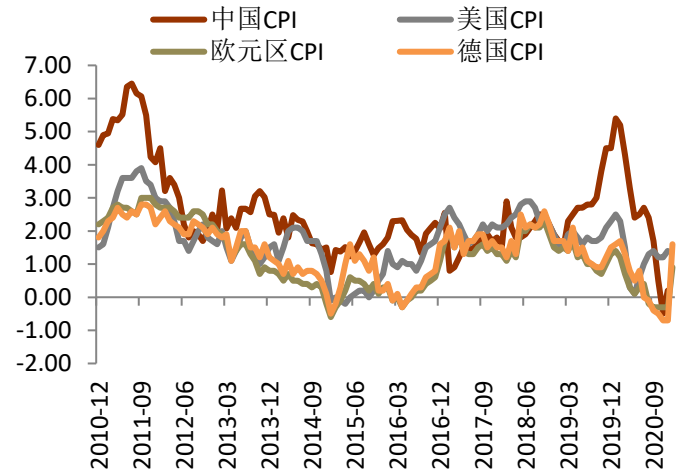


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 11 美国就业情况变化



图表 12 主要经济体 CPI 变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

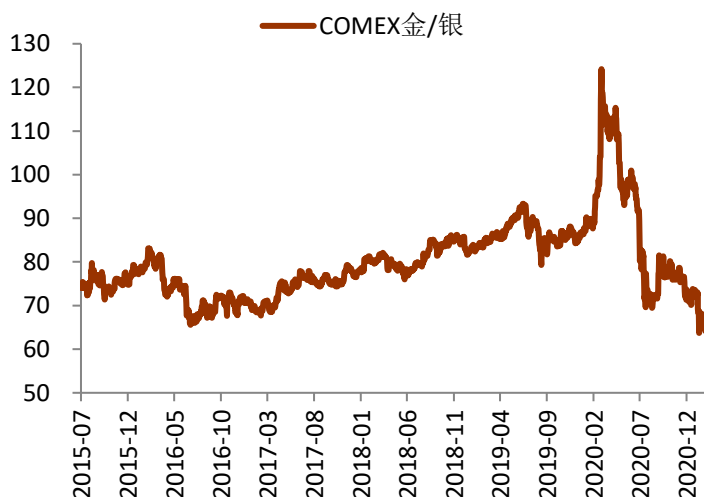


### 三、市场结构及资金流向分析

#### 1、金银比价变化

近几年黄金价格走势整体强于白银，金银比价一直呈震荡走高的趋势，COMEX 金银比价在 2020 年 3 月中旬达到 124 的历史高点。而后银价的补涨导致金银比价快速回落。近几个月金银价格一直处于调整格局，但银价走势明显强于金价，金银比价也在不断下移，目前处于 65 一线。虽然相对于历史高位已明显回调，但因为工业属性更强的白银更有望从今年经济复苏以及新能源转型中受益。有色金属价格的普遍上涨也提振了市场对白银价格重心的重估。我们认为金银比价将继续回归。

图表 13 COMEX 金银比价变化



图表 14 沪期金银比价变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

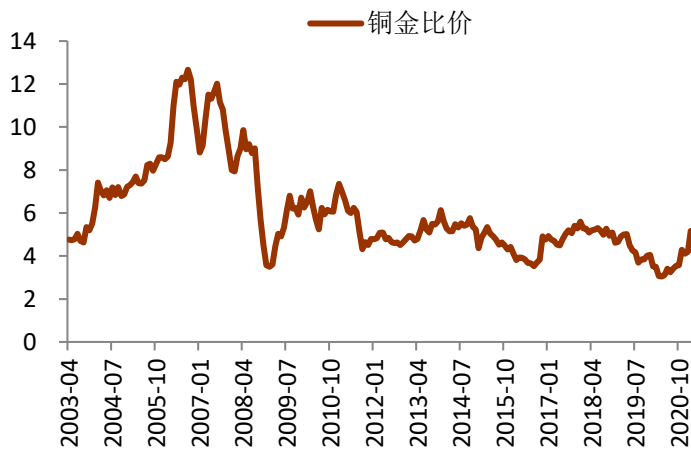
#### 2、铜金比价变化

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。铜价/黄金的比价可以一定程度上可以理解为铜剔除通胀因素和金融属性之后的价格的变化。

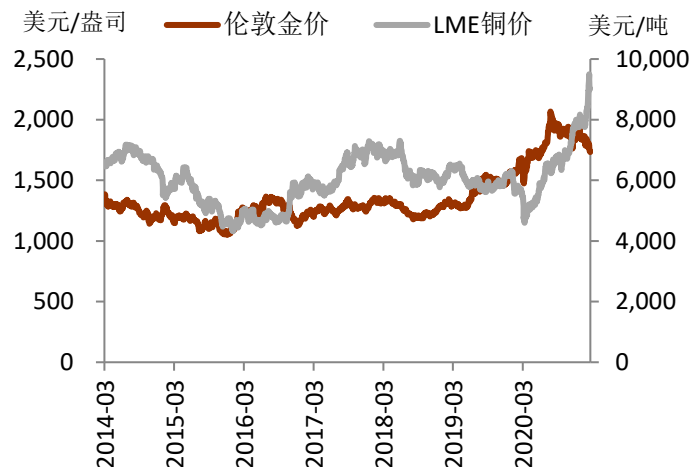
铜金比价的历史高点在 2006 年 10 月，当时伦铜价格处于 7000 美元/吨的高位，而黄金价格仅有 600 美元/盎司左右，铜金比价达 12.2 创历史新高；铜金比价的历史低点在 2020 年 8 月初金价创历史新高的时候，仅有 3。之后金价回调，铜价继续上行，带动铜金比价上行至目前的 5.24 一线，但依然处于历史中枢下方。这反映了在剔除了金融属性和通胀因素之后的基本金属价格仍处于相对低位，这与我们看到的基本金属普遍大涨，在 2 月份铜、镍都创十年高温接近历史高点的表象有很大差异。



图表 15 铜金比价变化



图表 16 金价与铜价走势对比



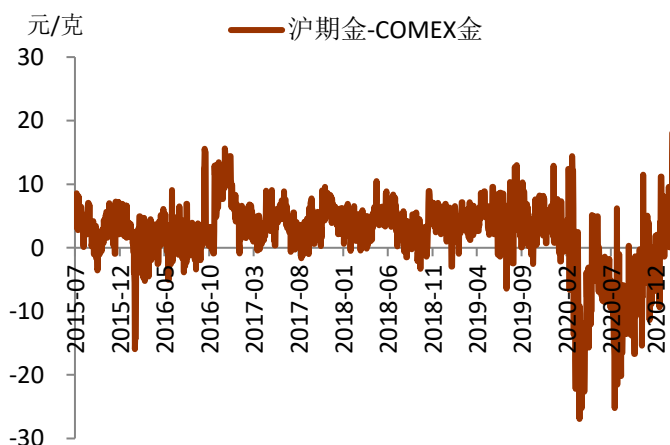
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

### 3、期现及跨期价差变化

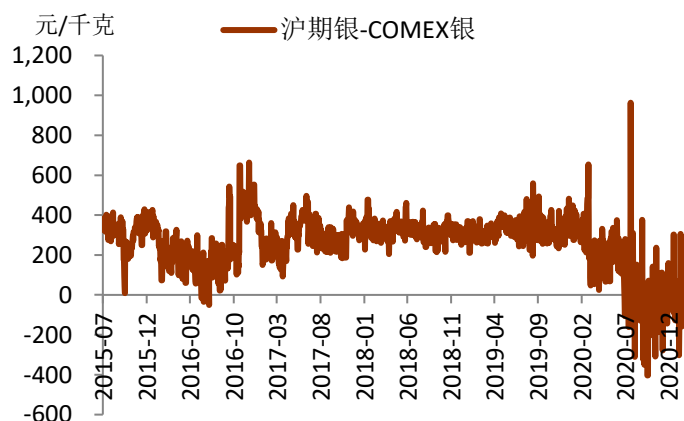
进入 2021 年,随着人民币单边升值的趋势暂缓,对汇率最为敏感的贵金属内外盘价差也逐步得到修复。黄金白银的内外盘价差已经扭转了前几个月出现的国内期货价格对 COMEX 期货价格持续贴水的模式,已经恢复到之前持续升水的状态。

在今年 1 月底美国散户逼空白银的时候,白银出现了罕见的现货价格对期货升水的情况。这种现货溢价仅会出现在由于低库存或当前现货供应少而导致商品市场短期紧张的情况下,白银市场的现货情况并不相符。之后美国知名的线上券商禁止新开仓及 CME 上调白银期货保证金,银价应声回调,逼仓事件结束,白银又恢复到正常的期现结构。

图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化



图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

#### 4、贵金属库存变化

COMEX 黄金期货的库存在 2020 年 3 月底 CME 改进交易机制扩大可交割品种之后就迅速增加，当前依然处于持续增加的状态。截至 2021 年 3 月 1 日，COMEX 黄金期货的库存已经达到 3923.8 万盎司，合计约 1220 吨，比上个月的库存小幅增加 1.17%，比去年同期增加 3.5 倍。

COMEX 白银期货的库存从 2020 年 6 月开始明显增加，特别是在 9 月份大幅增加 3000 万盎司，在上个月库存达到约 4 亿盎司的历史最高位。截至 2021 年 3 月 1 日，COMEX 白银库存有约 3.97 亿盎司，合计约 12206 吨，比上月减少 1.32%，比去年同期增加 21%，白银库存出现高位回落的迹象。今年 1 月美国散户逼空白银的事件已过，这可能收到了市场对今年的需求前景依然乐观的影响。

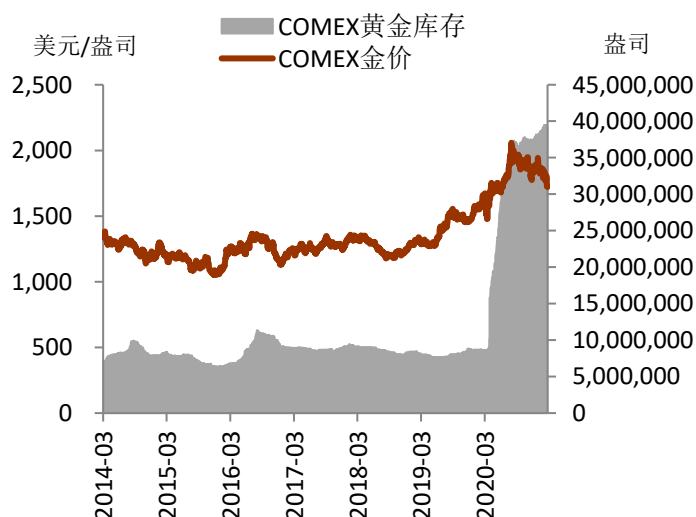
国内两大交易所的白银库存也处于高位。近 3 个月，上海黄金交易所的白银库存 4000 吨上下的水平，比 2020 年 9 月初 5280 吨的历史高点有所减少。上海期货交易所的库存近两个月也维持窄幅波动，目前有 2847 吨。目前国内两大交易所的白银库存从 7000 吨以上的历史高位小幅下降至 6930 吨。

图表 19 COMEX 贵金属库存变化

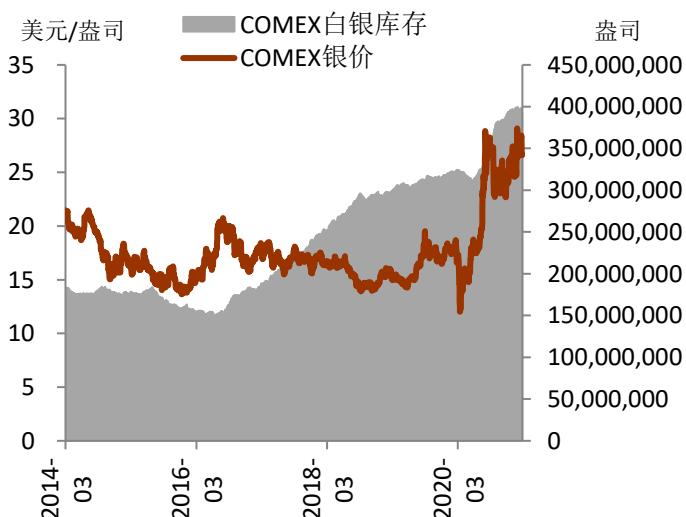
	2020/3/2	2021/1/29	2021/3/1	较上月 增减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	8647437	38783788.32	39238194.45	454406	1.17%	30590757	353.76%
白银(千盎司)	324302.1	397322.78	392445.78	-4877	-1.23%	68144	21.01%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 20 COMEX 黄金库存变化

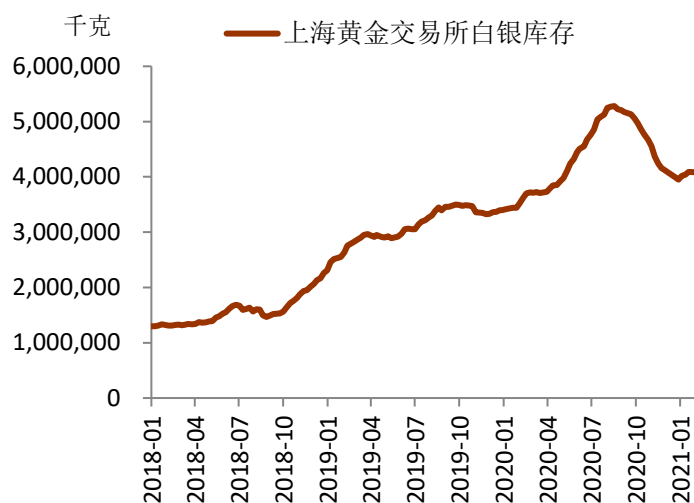


图表 21 COMEX 白银库存变化



资料来源：Wind、铜冠金源期货

图表 22 上海黄金交易所白银库存变化



图表 23 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

## 5、金银 ETF 持仓分析

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直到进入 2020 年 10 月才有所下降。截至 2021 年 3 月 1 日，全球最大的黄金 ETF - SPDR Gold Trust 持金量为 1084.5 吨，已经连续四个月下降。白银 ETF 的投资需求从 2020 年 1 月开始也快速增加，但在 10、11 月份后有小幅下降，2020 年 12 月份又开始止跌回升，特别是在今年 1、2 月份出现明显的增加，近期有所小幅下降。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 19157 吨，比上个月增加 7.7%，但比去年同期大幅增加了 69%。可见，投资资金对黄金的投资热情减退，而在持续流入白银。

当前的白银 ETF 需求增仓明显大于黄金，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，相对来看，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，对工业属性更强的白银上涨更加有利，银价也有望从绿色能源转型中受益。

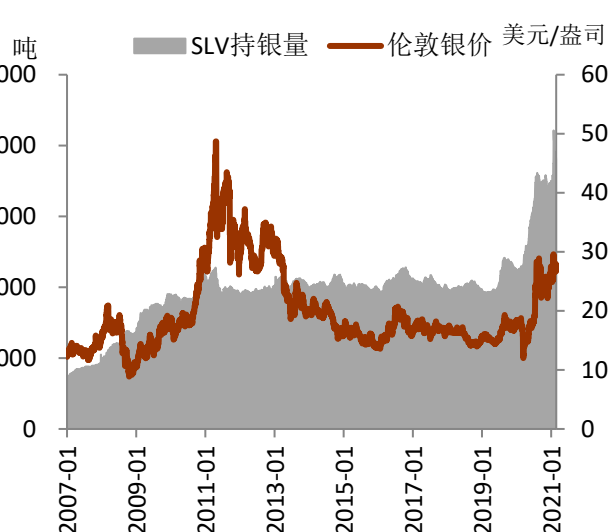
图表 24 贵金属 ETF 持仓变化

单位：吨	2020/3/2	2021/1/29	2021/3/1	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	2698.54	3323.39	3225.93	-97	-2.93%	527	19.54%
SPDR 黄金持仓	929.84	1164.79	1084.50	-80	-6.89%	155	16.63%
ETF 白银总持仓	19211.34	29225.45	29966.97	742	2.54%	10756	55.99%
ishares 白银持仓	11327.26	17787.57	19156.60	1369	7.70%	7829	69.12%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 25 黄金 ETF 持仓变化

图表 26 白银 ETF 持仓变化



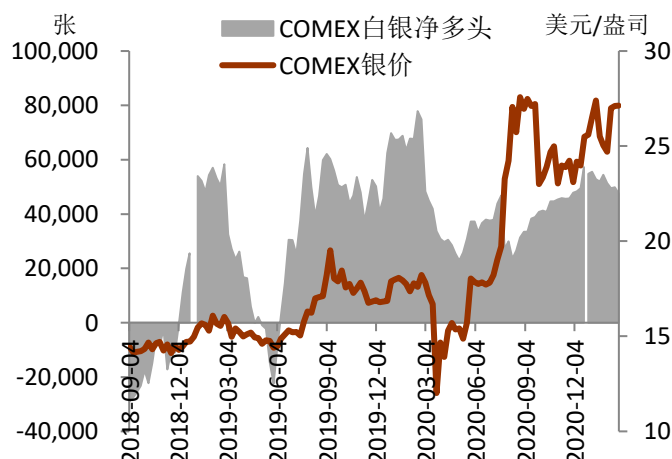
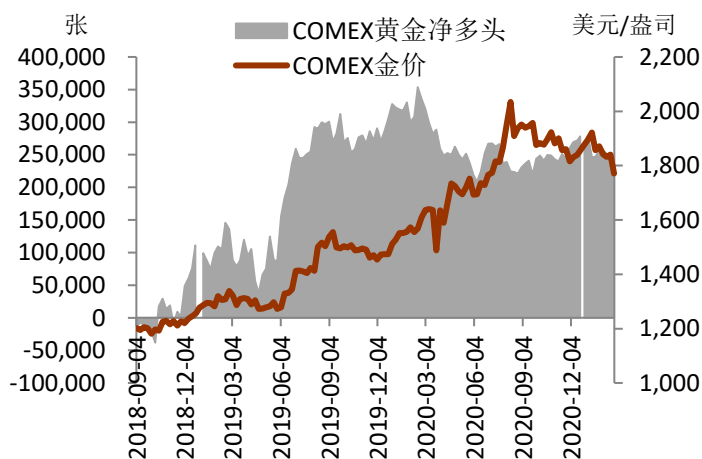
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

## 6、CFTC 持仓变化

进入 2021 年之后, 金银价格持续走弱, COMEX 黄金白银期货的持仓结构也显示, 其非商业性净多单的持仓均减少。根据 CFTC 公布的最新数据, 截至 2021 年 2 月 23 日, COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 215733 张, 比上个月明显减少; 而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 47643 张, 减少幅度较小。近期白银期货的非商业性净多持仓有增有减, 整体而言变化不大。

图表 27 CFTC 黄金净多头持仓变化

图表 28 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

#### 四、行情展望及操作策略：

当前全球经济复苏确定性增强，美国在新一轮财政刺激下经济有望加速复苏，投资者的风险偏好持续抬升，美国长端利率快速上行，通胀预期改善，但美联储一再表示并不会因此过早收紧货币政策。虽然目前疫情给欧洲经济带来的负面影响趋于回落，但欧元区经济复苏势头弱于美国。在欧美经济预期的差异下，预计美元指数呈现低位反弹之势，这将压制黄金价格走势。而白银价格的波动依然会在较大程度上受到有色金属整体价格走势的影响。

预计 3 月份国际金价的主要波动区间将在 1650-1780 美元/盎司之间，波动率更大的白银价格的波动区间在 25-28 美元/盎司之间。

投资策略建议：金银逢高沽空

风险因素：疫苗有效率和接种率不及预期；美国经济复苏不及预期

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。