

二季度料先扬后抑，空头套保择机逐步介入

摘要

一季度，贵金属市场整体呈下跌格局。展望二季度，预计黄金价格或将呈现先扬后抑格局；白银将继续跟随黄金走势，但涨跌节奏仍会与黄金存在差异，整体或偏空。

利空点在于：（1）预计美国疫情局势有望持续好转，风险偏好可能继续升温，黄金避险需求将继续下滑，黄金 ETF 减持趋势或并未结束，将可能会继续对金价构成压制。（2）拜登 1.9 万亿美元纾困法案已经实施且仍有超 2 万亿美元的基建经济复苏计划，因此预计美国经济复苏势头料将延续，或支撑美元指数中枢继续震荡抬升，从而压制金银。（3）欧洲“第三波”疫情来势汹汹，短期内美欧经济差尚难收窄，也将继续支撑美元指数，压制金银。（4）由于美国经济延续复苏，通胀预期仍会升温，市场对美联储未来收紧货币政策的预期始终存在，因此美债收益率仍有上行空间，这也会继续施压贵金属价格。

利多点在于：（1）预计二季度美联储仍会维持宽松，10 年期美债收益率站上 1.7% 上方后，未来的上行空间和上行速度都会受限，因此美债收益率走高对贵金属价格的利空影响将会钝化。（2）二季度美国通胀或有望进入加速兑现阶段，届时通胀率的回升速度将会远大于美债收益率的上涨速度，从而令美国实际利率上行空间受限，因此支撑贵金属价格，甚至可能会带来一波贵金属价格的反弹。但需警惕，这一波反弹的持续性料较为短暂，因为即使经济进入过热状态，通胀落地持续上升，黄金仍将面连着美联储收紧货币政策的利空，即削减购债预期将始终成为横亘在黄金头上的“达摩克利斯之剑”。（3）预计中美竞争将长期存在，二季度人民币或存在一定贬值的可能性，这将有可能会对内盘金价构成小幅支撑。

操作策略：（1）单边：4-5 月仍可择机做多；待通胀落地持续回升金银反弹后，空头套保建议择机逐步介入；（2）套利：金银比预计在【60-80】震荡，建议高抛低吸。

风险提示：疫情再次爆发；疫苗效果不佳；中美及其他地区关系冲击等。

国贸期货·投资咨询

白素娜

投资咨询号：Z0013700

从业资格号：F3023916

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、一季度行情回顾：美债收益率和美元指数走强，重挫金银

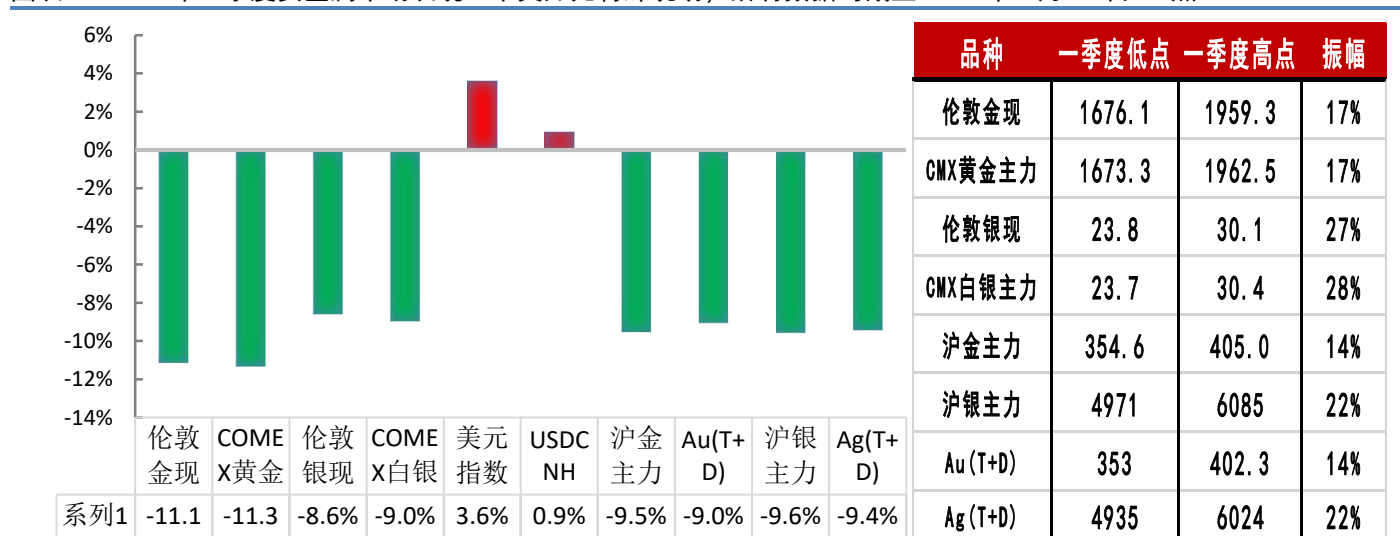
一季度，贵金属市场整体呈下跌格局。COMEX 黄金季跌幅约-11%，创下 2016 年四季度以来最大季度跌幅，沪金季跌幅约-9.5%；受海外经济复苏带动需求回暖，外盘白银跌幅小于黄金，COMEX 白银季跌幅约-9%，沪银季跌幅约-9.6%。

黄金方面：金价自 1 月初升至近 2 个月高点 1962.5 美元/盎司后，便开启下跌行情。1 月 6 日，美联储公布的 12 月会议纪要称最终缩减债券购买（Tapering）的情况可能会类似于 2013-14 年。受此影响，金价一度重挫近 150 美元/盎司逼近 1800 美元关口。此外，由于美国经济数据改善，复苏预期开始升温，美股等风险资产持续走高，避险需求回落，金价因此始终受到压制，开始震荡。

2 月份至 3 月份，由于疫苗接种进度加快，美国疫情形势好转，美国经济复苏势头强劲，叠加拜登 1.9 万亿美元的经济刺激计划落地，通胀预期不断升温，因此美元指数止跌反弹并一度突破 93 关口，美债收益率更是一路高歌猛进，其中 10 年期美债收益率从 1%附近飙升至 1.78%附近，带动 10 年期美国实际利率从-1.06%回升至-0.6%附近。受美元指数走强和美债收益率飙升的影响，金价承压跌跌不休，并跌破 1700 美元/盎司关口，创 9 个月新低，期间黄金 ETF 更是持续大幅流出。

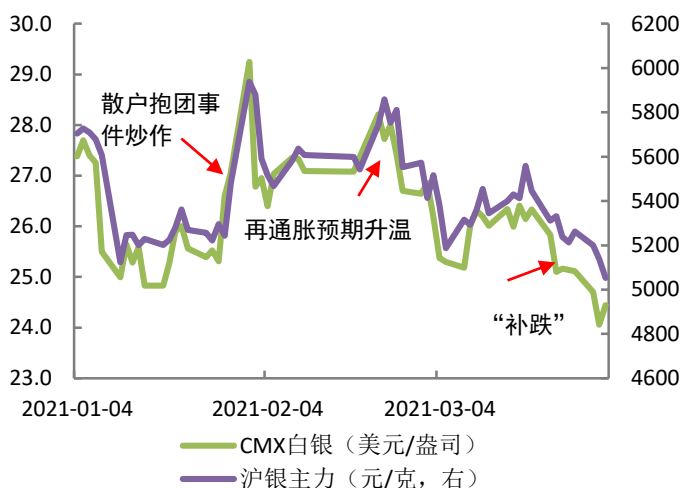
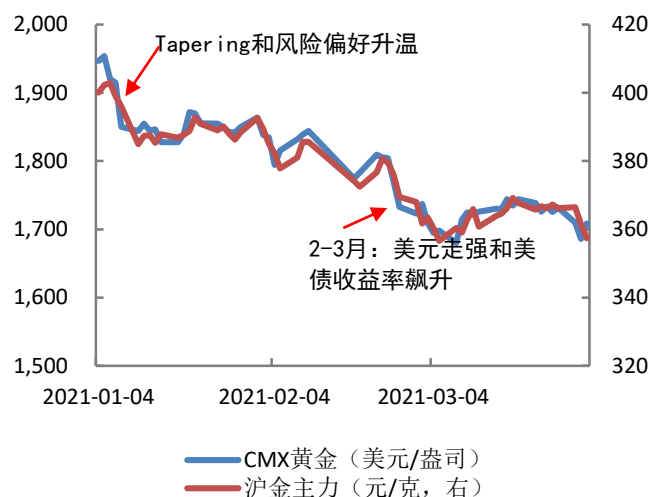
白银方面：1 月份白银走势整体跟随黄金，冲高后回落震荡。但 1 月底至 2 月初，受到散户抱团事件炒作的的影响，黄金与白银走势出现背离，银价在短短 3 个交易日自 25 美元/盎司附近大幅飙升突破 30 美元/盎司关口，创 8 年新高，后受监管政策影响，银价 2 月 2 日单日跌近 10%。2 月中下旬，由于在通胀预期急剧升温，铜等大宗商品大幅反弹，受益于商品属性，白银维持偏强震荡，表现强于黄金，金银比价因此自 70 附近持续下降至 64。但进入 3 月份后，随着有色金属等呈现阶段性见顶迹象，白银开启追随黄金的“补跌”行情，一度跌破 24 美元/盎司关口，创季度新低，金银比价也再度回升至 70 附近。

图表 1：2021 年一季度贵金属市场表现（本文如无特殊说明，所有数据均截至 2021 年 3 月 31 日 15 点）



图表 2：2021 年一季度黄金价格走势

图表 3：2021 年一季度白银价格走势



数据来源：Wind

二、 二季度贵金属市场主要影响因素分析

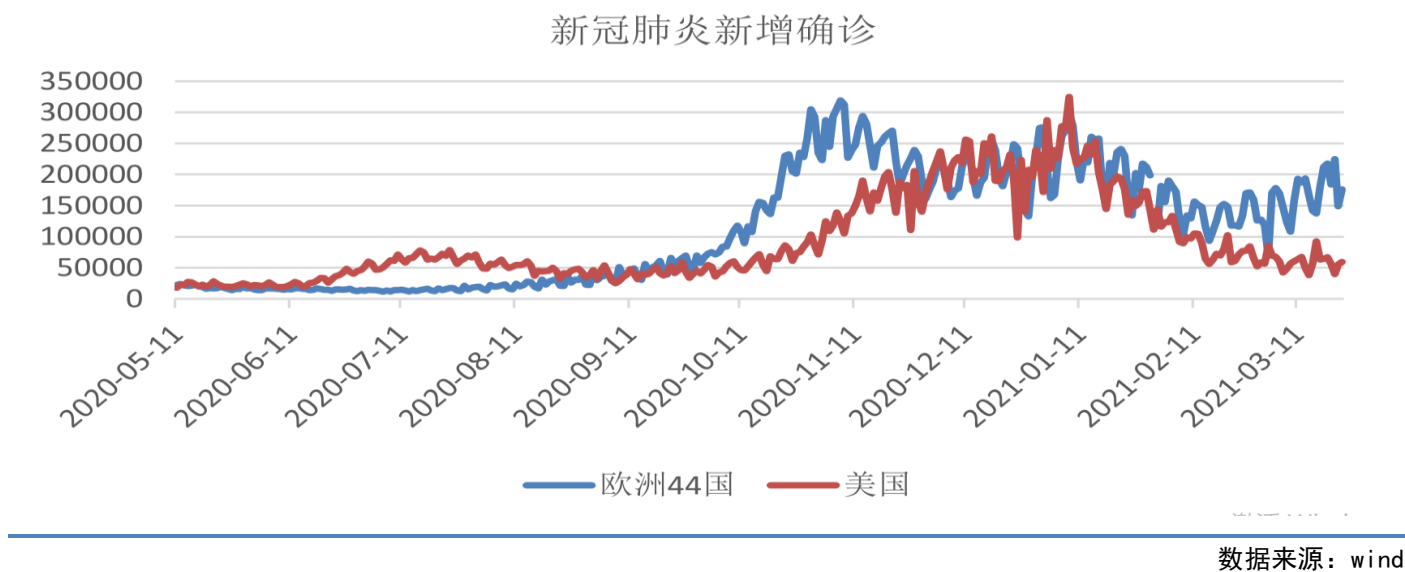
2.1、美国疫情显著好转，欧洲“第三波”疫情来势汹汹

拜登上任后，美国实施部分封锁、推广佩戴口罩、加快疫苗接种等防疫措施，因而美国疫情局势一季度持续显著好转。反观欧洲方面，由于疫苗推出缓慢、疫苗恐引发血栓等并发症、变异病毒传播、政府封锁措施不当等多种因素，欧洲多国新冠疫情出现反弹，感染率和死亡率急剧上升，为应对第三波疫情，欧洲多国再度收紧防疫措施，实施封锁等。

未来，随着疫苗接种的继续稳步推进，市场普遍预计美国二季度疫情仍有望呈现持续好转局势，支撑经济继续复苏，故对黄金的避险需求将继续下滑，利空金银；其次，欧洲疫情的再度恶化，恐将对欧洲经济复苏造成新一轮拖累，从而压制欧元，间接提振美元指数，也会对金银构成利空。

但值得注意的是，当前全球疫情形势仍不容乐观，尤其是巴西等地区病毒变异导致新增确诊屡创新高，因此未来疫情能否彻底控制住仍存在一定变数。若美国疫情再次爆发导致重启封锁，则将可能对经济复苏构成较大拖累，这种情况将利好金银。

图表 4：美国疫情局势好转，欧洲恐迎“第三波”疫情



2.2、预计二季度美国经济将延续复苏，美元指数中枢或继续震荡抬升

得益于美国疫情局势好转和拜登 1.9 万亿美元经济刺激计划落地，大幅提升美国经济复苏力度和通胀预期，令市场预期美联储可能提前加息。受此影响，美元指数一季度上涨 3.6%，突破 93 关口，创 4 个月新高；10 年美债收益率上涨超 80 个基点，站上 1.7% 关口，回升至 2020 年 1 月底以来新高。一季度，美元指数和美债收益率的走强，是金银下挫的两大主要因素。

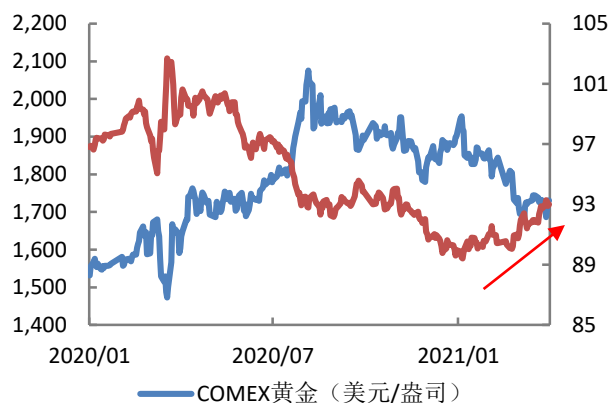
展望二季度，由于美国疫情局势有望持续好转，拜登 1.9 万亿美元纾困法案已经实施且仍有超 2 万亿美元的基建经济复苏计划，因此预计美国经济复苏势头有望延续，或支撑美元指数中枢继续震荡抬升，从而压制金银。其次，欧洲“第三波”疫情来势汹汹，恐对欧洲经济造成一定拖累，故短期内美欧经济差尚难收窄，也将继续支撑美元指数，压制金银。

美国 PMI 数据维持强劲扩张，表明美国经济复苏动能持续：美国 3 月 ISM 制造业指数 64.7，创 1983 年 12 月以来的最高水平；3 月 Markit 服务业 PMI 60，创 2014 年 7 月份以来新高。

2 月收支均有所下降，但是随着疫苗接种加快和新一轮纾困金已经发放到位，美国 3 月个人消费支出有望得到提振，以继续支撑美国经济复苏。数据显示，随着上一轮纾困金在今年 1 月已经发放完毕，美国 2 月个人收入环比下降 7.1%，而 1 月环比增长 10.1%；且收入降低和 2 月天气严寒，占美国经济总量约 70% 的个人消费支出 2 月环比下滑 1%，创去年 4 月以来最大降幅，而 1 月为环比增长 3.4%。

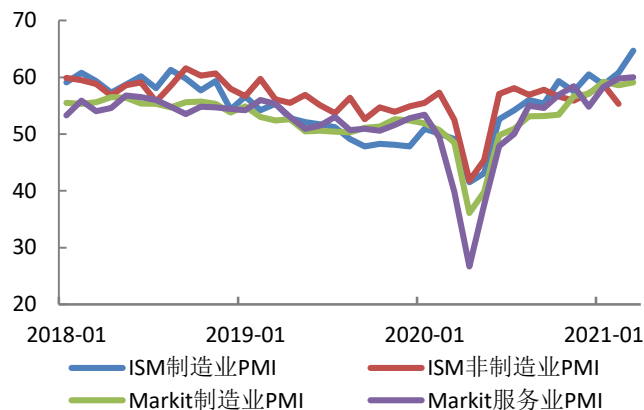
房地产方面，受极寒天气影响和美债收益率飙升令市场预期未来房贷利率可能上升，均对房地产市场构成一定利空，美国 2 月新屋销售、成屋销售、营建许可、新屋开工等多项指标均有所下降。但 3 月至二季度，天气将转暖，疫情也在好转，第三轮经济救助计划也已经落地实施，故我们预计未来美国房地产市场或将有所改善，从而继续支撑美国经济复苏。

图表 5：美元指数一季度上涨 3.6%，施压金银



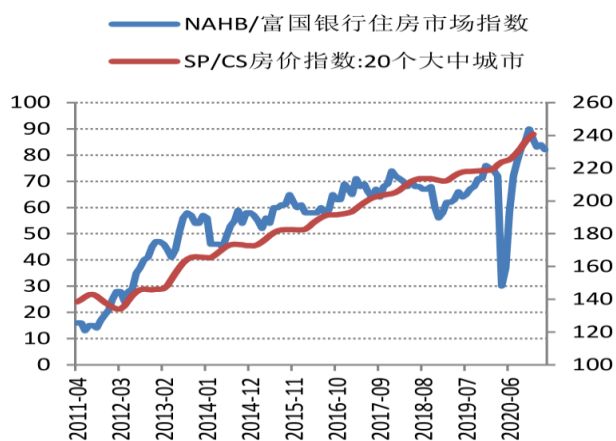
数据来源：Wind

图表 6：美国制造业和服务业 PMI 均维持扩张



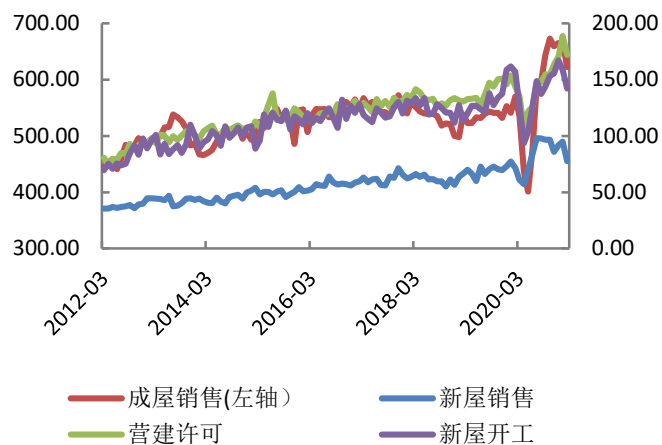
数据来源：Wind

图表 7：美国房价指数仍处上涨趋势中



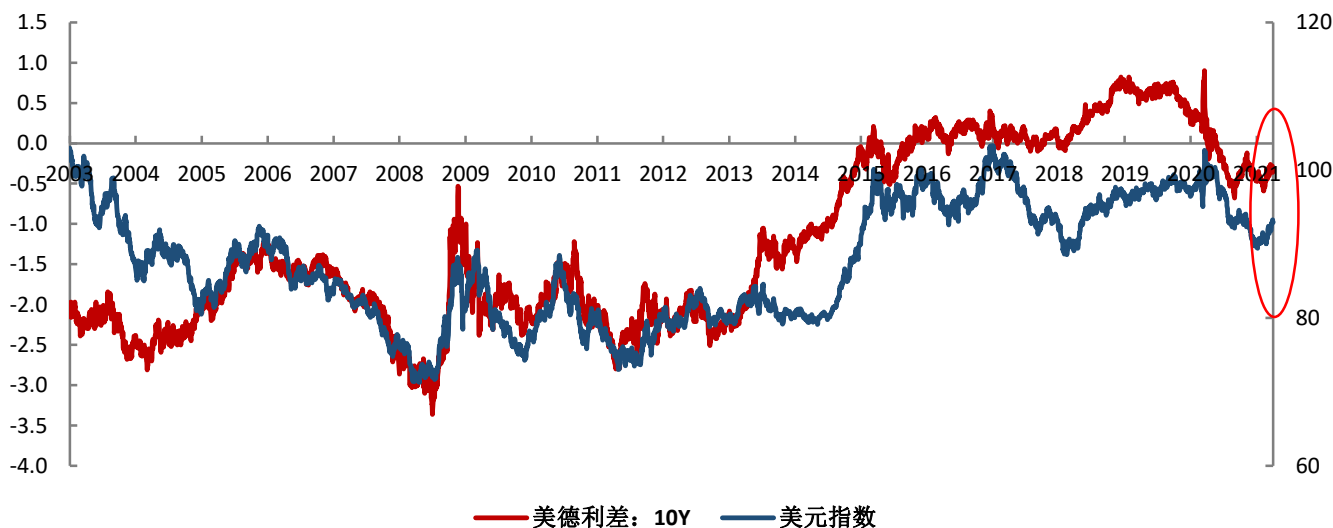
数据来源：Wind

图表 8：美国房地产数据 2 月表现不佳，但后续有望好转



数据来源：Wind

图表 9：美欧经济差短期尚难收窄，美德利差二季度或维持震荡，支撑美元指数



数据来源：wind

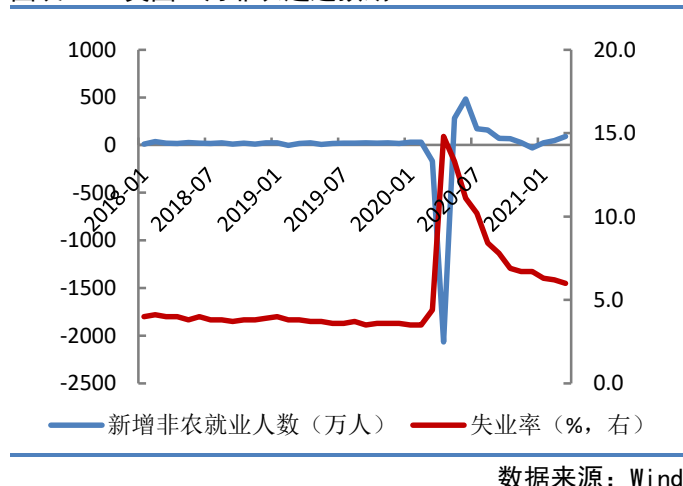
2.3、预计二季度美联储会维持宽松以支撑美国经济

3月18日，美联储维持联邦基金利率的目标水平保持在0-0.25%不变；声明重申继续购债直至取得实质性进展，即至少每月购买800亿美元美国国债和400亿美元机构住房抵押贷款支持证券（MBS）；大幅上调今年经济预期至6.5%，但对明后两年的经济预期持保守态度，尤其是下调2023年经济增长预期；下调今、明、后三年的失业率预期，预计今年失业率至4.5%；上调了今、明、后三年的个人消费支出价格指数（PCE）通胀率以及核心PCE通胀预期，预计今年通胀预期至2.4%，核心通胀预期至2.2%，但美联储官员仍认为通胀上扬将是暂时性的；点阵图显示至2023年美联储不会加息，但预测加息人数上升，有4位官员预测2022年开始加息，较去年增加1人，有7位官员预测2023年至少加息1次，比上次预期2023年加息者多2人，而且7人中有6人预计届时利率超过0.5%（若一次加息25个基点，即可能在当前基础上至少两次加息）。

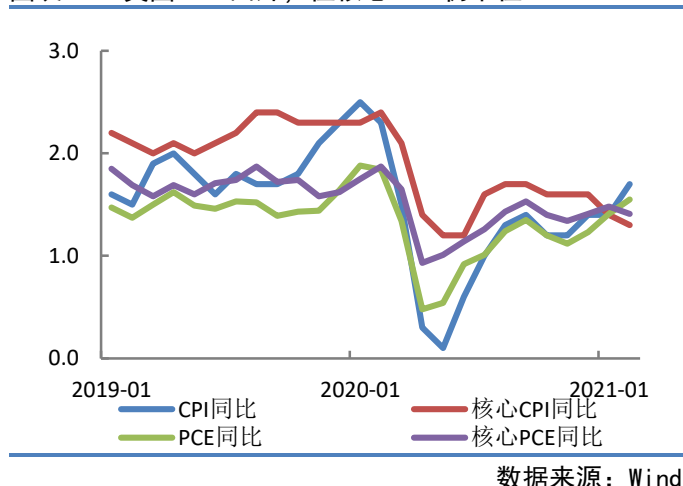
从整份声明可以看出，虽然点阵图显示预测加息的人数上升，但美联储整体的表态仍是偏鸽的，主要体现在美联储在通胀问题以及经济复苏上都仍与市场认为的经济过热和通胀压力担忧存在一定的分歧。首先，市场认为会有通胀担忧，但美联储认为通胀的上涨将是暂时的、不可持续的；其次，市场认为经济复苏会过热，但美联储对美国经济未来两三年的复苏力度是否能延续是不确定的。随后新闻发布会鲍威尔也强调，经济复苏仍不均衡，美国经济在距离充分就业和通胀目标上仍有很长的路要走，强调货币政策将按新的平均通胀目标框架，指出美联储开始收紧政策之前，需要先看到实际通胀，而不是预期通胀会高于目标，利率点阵图等预期不足以触发美联储行动，遏制了加息前移。

美联储最要的两项职责是稳定物价和充分就业。通胀方面，目前美国2月CPI同比1.7%，2月核心PCE同比1.4%，仍远低于美联储2%的平均目标通胀。就业方面，数据显示随着天气的转暖、疫苗接种的推进和政府更多救济金的刺激，各个行业的就业人数都出现了广泛的增长，美国3月非农就业人口增加91.6万，大幅高于预期及前值；美国3月失业率6%，符合预期；但需注意的是美国失业人口仍存在一定结构性问题，底层、低收入人群的失业问题恐是持久性的。因此，从美联储2%的平均通胀目标和充分就业两大政策框架而言，我们预计美联储未来或继续维持宽松以支撑经济，这一点从某种程度上会对金银构成一定支撑。

图表 10：美国 3 月非农远超预期

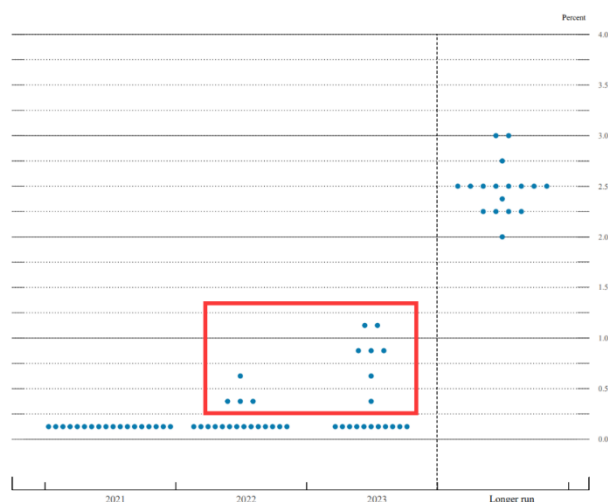


图表 11：美国 CPI 回升，但核心 PCE 仍不佳



图表 12：点阵图暗示至 2023 年都不会加息，但预测加息人数增加；上调今年经济和通胀预测，但对未来不确定性

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

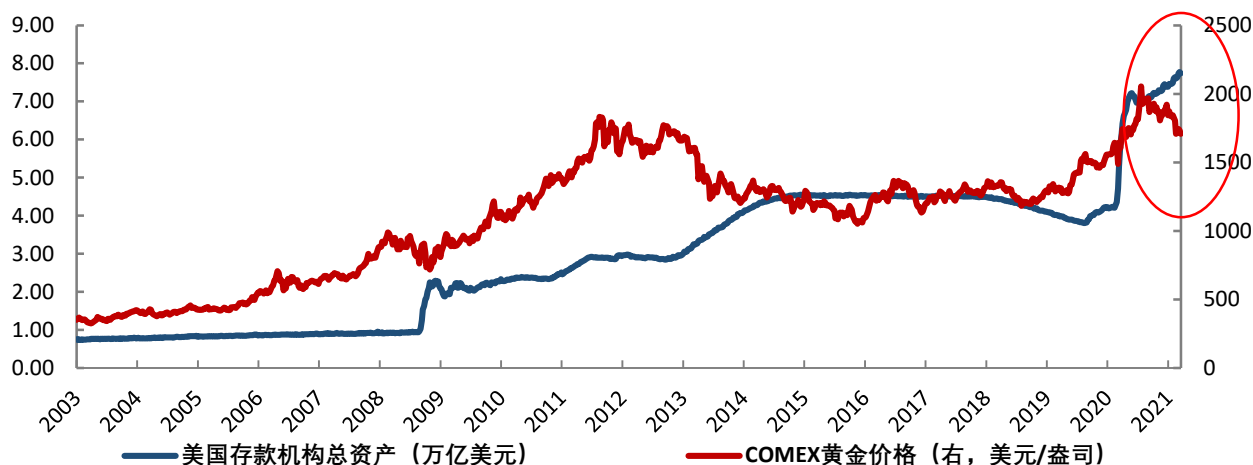


Percent

Variable	Median ¹			
	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	6.5	3.3	2.2	1.8
December projection	4.2	3.2	2.4	1.8
Unemployment rate	4.5	3.9	3.5	4.0
December projection	5.0	4.2	3.7	4.1
PCE inflation	2.4	2.0	2.1	2.0
December projection	1.8	1.9	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.2	2.0	2.1	
December projection	1.8	1.9	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5
December projection	0.1	0.1	0.1	2.5

数据来源：wind

图表 13：美联储资产负债表规模较去年年底增加 0.33 万亿，处于历史高位；但黄金走势与其出现背离



数据来源：wind

2.4、美债收益率仍会上涨，但上行空间或有限

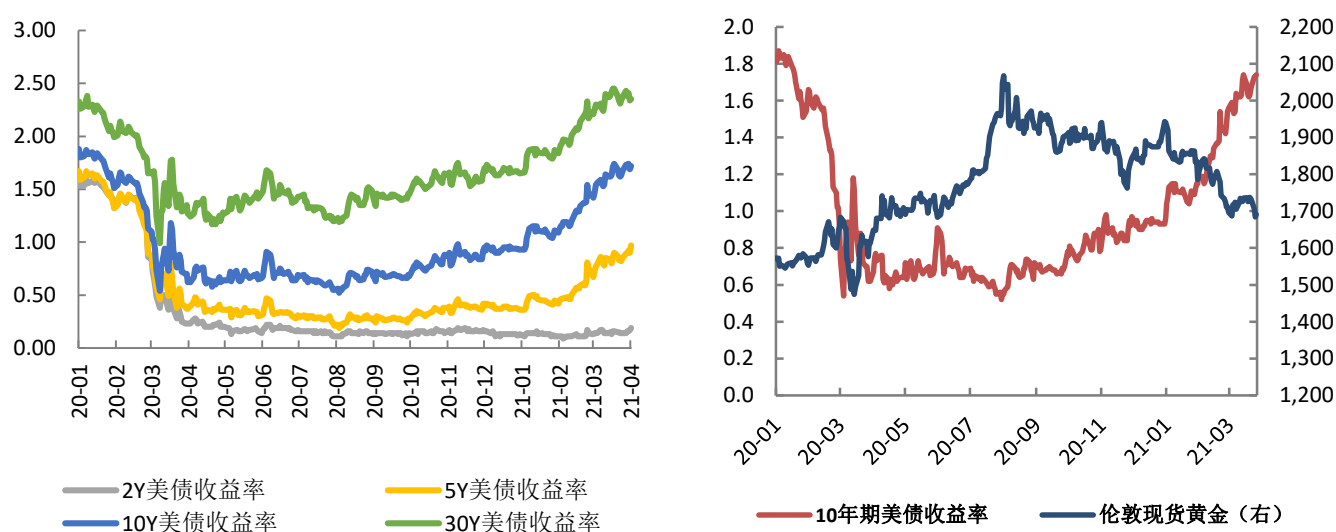
由于疫苗接种进度加快令美国疫情局势好转，叠加拜登政府 1.9 万亿美元纾困法案顺利落地实施，且后续仍有超 2 万亿美元的基建经济复苏计划，因此市场对美国经济强劲复苏的乐观情绪和通胀预期均日益升温，并预计美联储可能会提前加息。受此影响，美债收益率大幅上涨，其中 10 年美债收益率一度上涨超 80 个基点，站上 1.7% 关口，回升至 2020 年 1 月底以来新高。美债收益率的大幅走高是一季度贵金属价格下挫的主要利空因素。

鉴于二季度美国经济复苏势头将持续，通胀预期仍会升温，且市场对美联储未来收紧货币政策的预期始终存在，因此我们认为未来美债收益率仍有上行空间，这将会继续施压贵金属价格。但由于未来美债收益率的上行空间将是相对有限的，上行速度也会放缓，因此对贵金属价格的利空将边际递减。

对于美债收益率，虽然美联储主席鲍威尔在内的多为官员屡屡表态称虽然经济复苏快于预期，但由于仍远未实现经济目标（物价稳定和充分就业），且认为通胀上升将是暂时的，美联储将继续提供宽松货币政策，并指出美债收益率有序上行不足为惧，美债收益率上涨是体现出投资者对疫苗接种进展和经济前景改善的看法。但这些表态并未能够安抚市场，因为美联储主席鲍威尔同时称，随着经济复苏和目标取得实质性进展，将减少债券购买，这令市场对美联储未来收紧货币政策的预期进一步升温，尤其削减购债的预期，即流动性拐点预期。因此，经济复苏，通胀升温，美联储货币紧缩的预期料将始终存在，美债上涨的驱动力仍然强劲，意味着美债收益率未来仍有上行空间。

但由于美联储有维护金融市场稳定的需要，因此一旦 10 年期美债收益率再度迅速上涨突破 2% 关口，会带动短端利率快速抬升，那么就大概率会戳破美股预期泡沫，导致风险。故我们预计美联储会通过前瞻指引和扭曲操作（OT）等方法不断来干预美债收益率的上行速度。

图表 14：美债收益率仍会上行，但上行节奏恐受限制



数据来源：wind

2.5、通胀预期兑现会阶段性提振黄金，但恐难持久

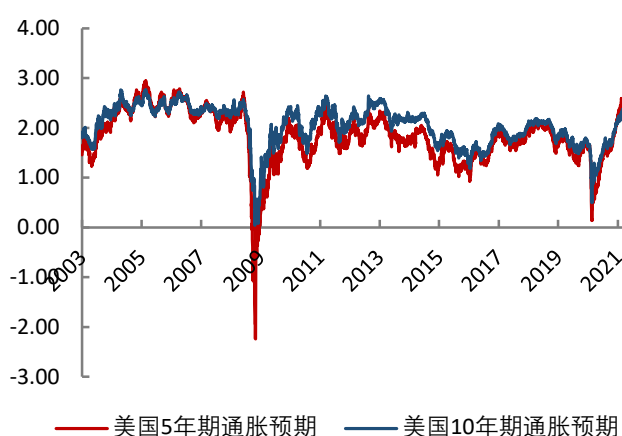
一季度，由于海外疫情得到控制，海外经济开始进入疫情复苏期，且由于美国疫情局势控制较好，加上拜登 1.9 万美元纾困法案的落地实施和未来仍有超 2 万亿美元的基建复苏计划，因此美国经济由复苏期转入过热预期，从而导致了通胀预期日益升温。10 年期通胀保值国债（TIPS）损益平衡通胀率涨至 2.37%，刷新 2013 年 4 月份以来高位；30 年期 TIPS 损益平衡通胀率上涨值 2.32%，刷新 2014 年 9 月份以来高位。但由于一季度 10 年期通胀保值国债（TIPS）损益平衡通胀率仅上涨 38 个基点，远

不及 10 年期美债收益率的 80 个基点，因此 10 年美国实际利率一季度从去年年底的-1.06%回升至-0.63%，实际利率走高对金银构成打压。

对于黄金，由于其自身具有货币、商品、金融三重属性，因此在疫情复苏期开始不能使用商品的通胀逻辑来推测黄金的价格走势。只有当经济进入过热期，黄金主要体现为商品属性时，才会走一波通胀逻辑。今年一季度，虽然通胀预期日益升温，但实际通胀并未兑现。进入二季度，我们认为无论是从基数效应，还是从大宗商品的普遍上涨而言，今年二季度美国通胀或有望进入加速兑现阶段，届时通胀率的回升速度将会大于美债收益率的上涨速度，从而令美国实际利率上行空间受限，因此支撑贵金属价格，甚至可能会带来一波反弹。

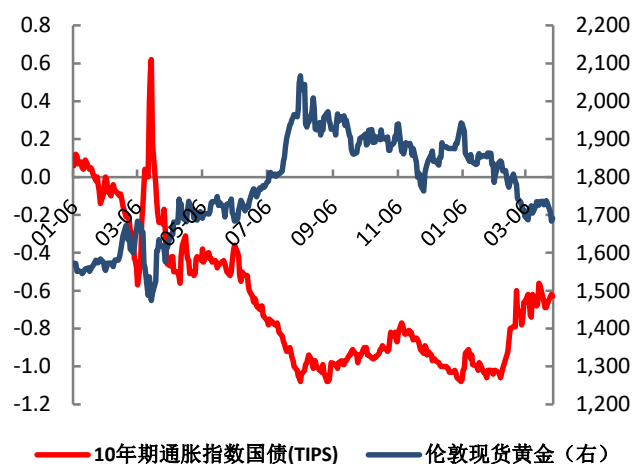
但需警惕，这一波反弹的持续性料较为短暂，因为即使经济进入过热状态，通胀落地持续上升，黄金仍将面连着美联储收紧货币政策的利空，即上文我们提到的“鲍威尔明确表态随着经济复苏和目标取得实质性进展，将减少债券购买”，削减购债预期将始终成为横亘在黄金头上的“达摩克利斯之剑”。

图表 15：美国通胀预期日益升温



数据来源：Wind

图表 16：实际利率一季度大幅回升后二季度上行恐受限

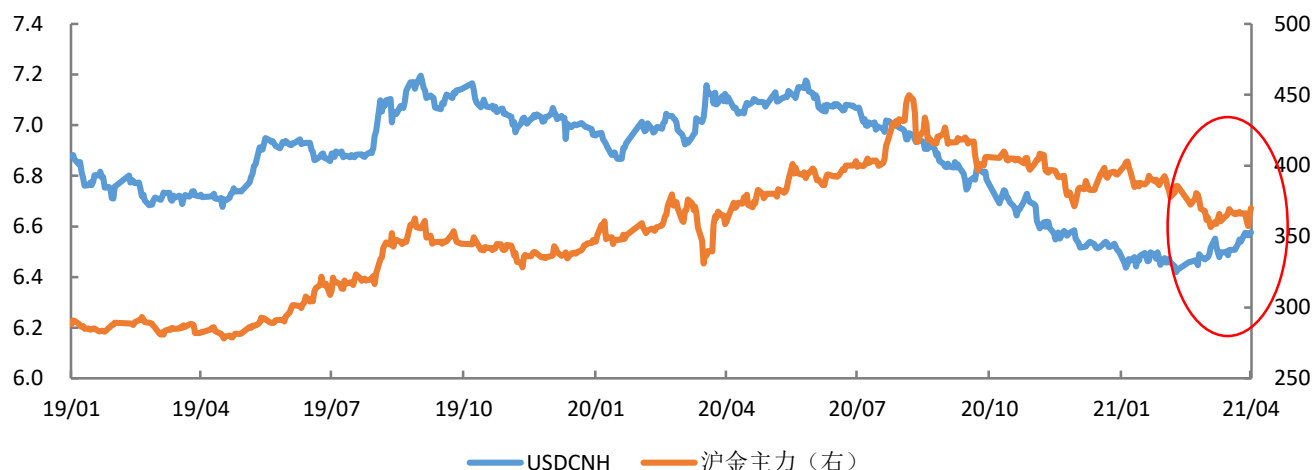


数据来源：Wind

2.6、外部环境并不乐观，人民币汇率或小幅贬值支撑内盘金价

目前，全球疫情形势仍严峻，中东等地区地缘政治风险有升温迹象，未来避险或仍会阶段性提振金银。但对于国内贵金属而言，中美关系或可能是影响沪金的一大政治风险因素。中美 3 月 18-19 日阿拉斯加高层战略对话开局不顺，但结果好于预期。但之后美国联合其他国家共同遏制中国，中国也采取了对等的制裁。我们认为未来中美之间的激烈竞争将长期存在，但拜登政府对中国的遏制思路更具有可预测性，且拜登政府对中国并不是完全对抗，在某些有共识的领域具备合作的可能性。整体，我们认为国内面临的外部环境并不乐观，将会对人民币汇率构成一定压制。二季度，人民币或存在一定贬值的可能性，这将有可能对内盘金价构成小幅支撑。

图表 17：人民币汇率和沪金金



数据来源：wind

三、基本面分析

3.1 黄金：ETF 持续流出，施压金价

自去年四季度以来，全球黄金实物消费逐步回暖，据世界黄金协会（WGC），2020 年四季度全球金饰消费需求 515.9 吨，环比增长 54%，同比下滑 13%；2020 年四季度全球科技用金消费 84 吨，环比增长 9%，同比增长 1%。进入 2021 年一季度，由于海外疫情好转，经济复苏势头强劲，黄金实物需求继续回暖，故黄金实物库存有所下降，尤其是 COMEX 黄金期货库存一季度较去年四季度末下降约 3%至 1152 吨；但 SHFE 黄金期货库存较去年四季度末上升约 41%至 3.85 吨。

虽然实物需求有所回暖，但经济复苏令市场风险偏好升温，且市场预期美联储可能提前加息，因此黄金投资需求大幅回落，尤其是黄金 ETF 持仓和央行购金均显著流出，对金价构成较大打压。

据 WGC，2020 年四季度全球黄金 ETF 及类似产品净流出 130 吨，为 2016 年四季度以来最大净流出；且 2021 年 2 月全球黄金 ETF 流出 84.7 吨至 3681 吨，这是近四个月以来出现的第三次黄金 ETF 净流出，持仓水平则降至 2020 年 6 月以来低位；且截至 3 月 31 日，全球最大的黄金 ETF-SPDR 持仓量为 1037.5 吨，较去年四季度下降 11%（约 155 吨），截至 3 月 30 日，COMEX 黄金期货非商业净多头头寸持仓较去年四季度下降 38%至 167528 张，创 2019 年 6 月以来新低。另一方面，据 WGC，2020 年四季度全球央行净购金 44.8 吨，同比下降 68%，且 2021 年 1 月，全球央行购金也仍维持着净流出的状态。

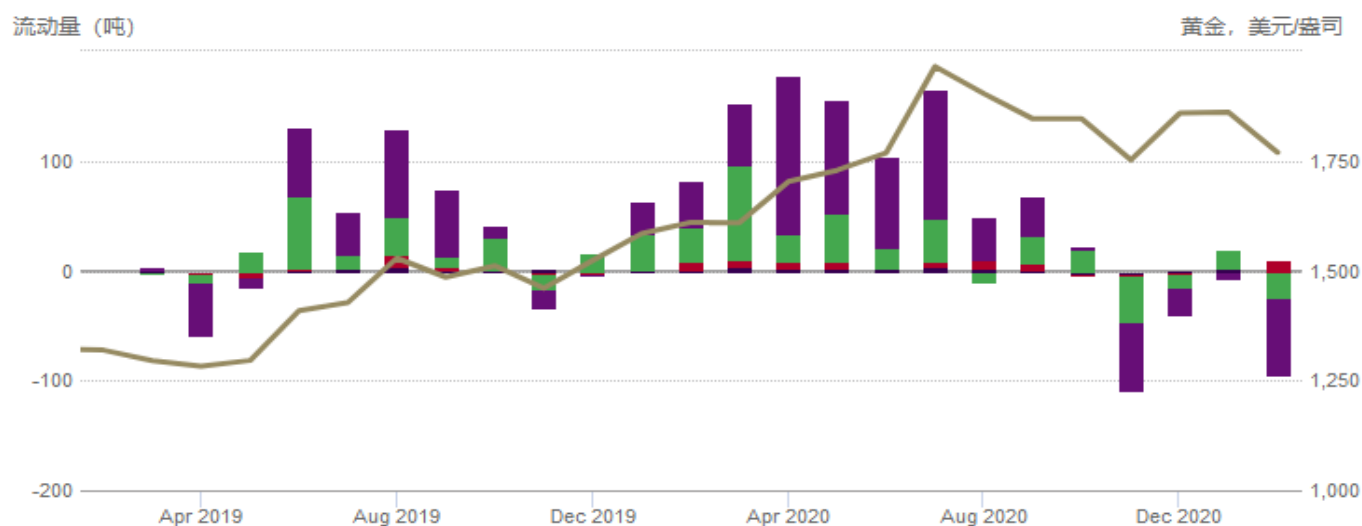
整体而言，随着疫苗接种的持续推进，美欧疫情局势将有望持续改善，叠加美国经济复苏势头料将延续，市场对黄金的避险需求或继续下跌，黄金 ETF 减持趋势或并未结束，将可能会继续对金价构成压制。

图表 18：全球黄金 2020 年供需情况

单位：公吨	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020年同比变化(%)
供应量												
金矿产量	2,750.2	2,862.3	2,939.6	3,127.9	3,242.2	3,336.3	3,459.1	3,491.8	3,554.2	3,531.8	3,400.8	-4
生产商净对冲额	-108.8	22.5	-45.3	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-12.5	6.2	-65.1	--
再生金量	1,674.5	1,638.2	1,648.0	1,214.5	1,149.1	1,086.1	1,249.1	1,128.1	1,147.1	1,281.9	1,297.4	1
总供应量	4,315.9	4,523.0	4,542.2	4,314.4	4,496.2	4,435.3	4,745.8	4,594.3	4,688.8	4,819.9	4,633.1	-4
需求量												
金饰	2,057.1	2,104.2	2,157.3	2,726.2	2,533.2	2,459.8	2,103.9	2,241.0	2,248.4	2,122.7	1,411.6	-34
科技	460.7	429.1	382.3	355.8	348.4	331.7	323.0	332.6	334.8	326.0	301.9	-7
电子用金	326.7	316.6	289.1	279.2	277.5	262.1	255.6	265.6	268.4	262.3	248.1	-5
其他行业	88.3	76.4	64.7	53.7	51.2	51.0	49.8	50.7	51.2	49.8	42.0	-16
牙科	45.6	36.2	28.4	22.8	19.6	18.6	17.6	16.3	15.3	13.9	11.9	-15
投资	1,593.1	1,763.4	1,572.8	843.5	917.1	962.1	1,614.1	1,315.4	1,160.4	1,269.2	1,773.2	40
金条和金币总需求量	1,204.3	1,502.3	1,321.9	1,730.6	1,066.5	1,091.4	1,073.1	1,043.9	1,090.3	870.9	896.1	3
实物金条需求量	921.2	1,189.8	1,022.8	1,358.1	780.4	790.2	797.2	779.7	775.4	580.5	529.5	-9
官方金币量	195.9	228.3	187.4	271.0	205.5	225.2	208.2	188.1	241.9	224.0	297.6	33
奖牌/仿制金币	87.2	84.2	111.6	101.5	80.6	76.0	67.6	76.1	73.0	66.4	69.1	4
黄金ETFs及类似产品*	388.9	261.1	250.9	-887.1	-149.3	-129.3	541.1	271.6	70.1	398.3	877.1	120
各国央行及其他机构	79.2	480.8	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.6	668.5	272.9	-59
黄金需求量	4,190.0	4,777.5	4,681.5	4,554.9	4,399.8	4,333.2	4,435.9	4,267.6	4,400.2	4,386.4	3,759.6	-14
LBMA黄金定价(美元/盎司)	1,224.5	1,571.5	1,669.0	1,411.2	1,266.4	1,160.1	1,250.8	1,257.2	1,268.5	1,392.6	1,769.6	27

数据来源：世界黄金协会（WGC）

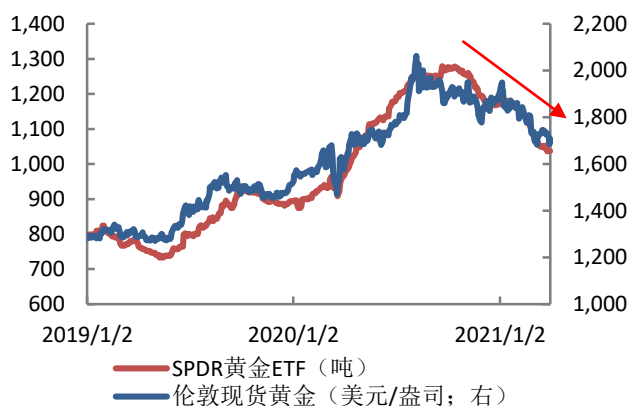
图表 19：全球黄金 ETFs 及类似产品的月度持仓变化：近 4 个月有 3 个月是净流出的



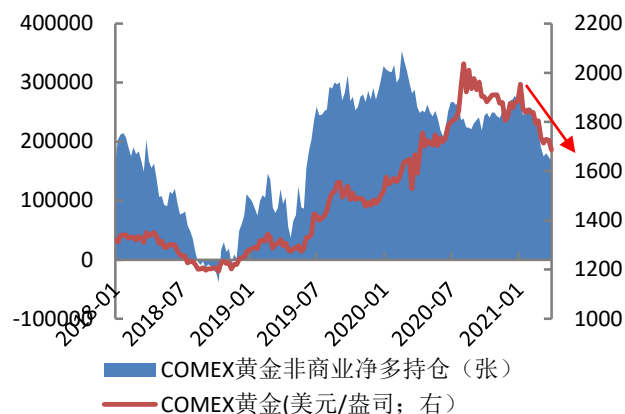
数据来源：世界黄金协会（WGC）

图表 20：黄金 SPDR-ETF 一季度净流出 155 吨

图表 21：黄金非商业净多头寸一季度减少 38%



数据来源: Wind



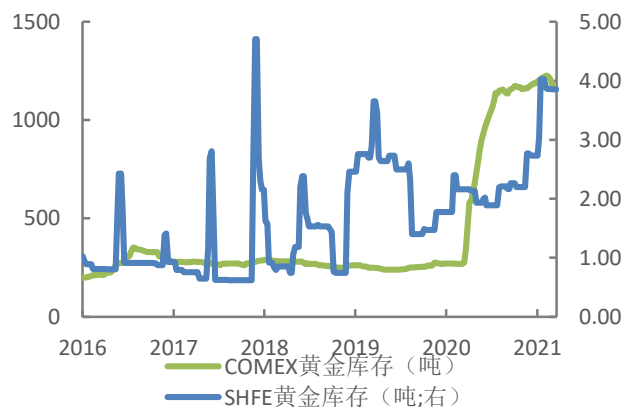
数据来源: Wind

图22: 全球央行维持净购金，但购金速度大幅放缓

图23: COMEX 黄金期货库存一季度下降 3%



数据来源: Wind



数据来源: Wind

3.2、 白银：供应过剩缺口收窄或支撑银价，但风险偏好升温或仍将施压银价

据世界白银协会，预计2020年白银矿山产量将会下滑4%至978.1吨，预计2020年全球白银总需求量同比下降3%至963.4吨，故预计2020年全球白银的供应过剩缺口为14.7吨，较2019年下降53%。

库存方面，一季度由于海外疫情好转，经济复苏势头强劲，白银工业消费需求在一季度逐步回暖，导致白银三大显性库存均从历史高位显著回落。截至3月31日，COMEX白银库存较去年四季度下降约6.7%至11512吨，SHFE白银库存较去年四季度下降约15%至2528吨，SGE白银库存较去年四季度下降约8%至3713吨。

但由于股市等风险资产回暖，市场避险情绪下滑，一季度白银的净投资则显著流出。截至3月23日，COMEX白银期货非商业净多头头寸持仓较去年四季度下降47%至28970张，创7个半月新低；且截至3月31日，白银ETF-SLV持仓水平为17888.36吨，较去年四季度仅增加约3%。

整体，预计随着海外经济复苏的势头，工业用银二季度有望继续回升，故预计2021年白银的供应过剩缺口有望继续收窄，从而支撑银价。但经济复苏将会带动风险偏好回暖，这一点则可能会令投资需求持续回落，从而施压银价。

图表 24：全球白银供需平衡表：供给过剩格局有所改善

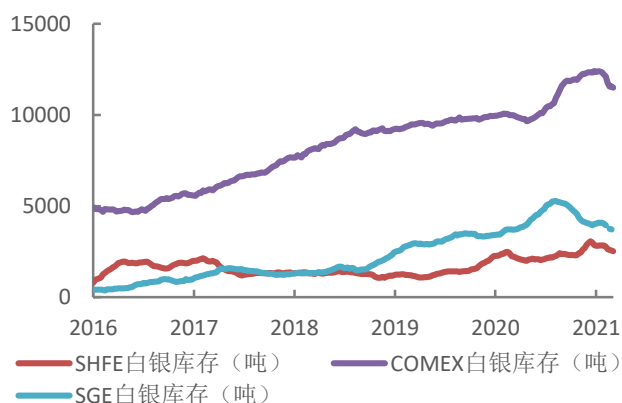
Silver Supply and Demand

											Year on Year	
Million ounces	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2019	2020
Supply												
Mine Production	760.1	792.7	840.3	877.5	892.9	892.3	863.4	847.8	836.5	797.8	-1%	-5%
Recycling	232.9	216.0	192.7	174.9	166.5	164.4	167.7	167.7	169.9	169.4	1%	-0.3%
Net Hedging Supply	11.9	-	-	10.7	2.2	-	-	-	15.7	10.0	na	-36%
Net Official Sector Sales	4.8	3.6	1.7	1.2	1.1	1.1	1.0	1.2	1.0	1.0	-15%	0%
Total Supply	1,009.7	1,012.4	1,034.7	1,064.2	1,062.6	1,057.8	1,032.2	1,016.8	1,023.1	978.1	1%	-4%
Demand												
Industrial	508.1	450.5	460.8	449.6	456.2	490.3	517.2	511.5	510.9	475.4	-0.1%	-7%
...of which photovoltaics	68.4	55.0	50.5	48.4	54.1	93.7	101.8	92.5	98.7	96.1	7%	-3%
Photography	61.6	52.5	45.8	43.6	41.2	37.8	35.1	34.2	33.7	30.5	-1%	-10%
Jewelry	162.2	159.2	187.1	193.5	202.6	189.2	196.3	203.1	201.3	187.5	-1%	-7%
Silverware	41.5	40.1	45.7	52.4	56.6	52.3	57.7	65.4	59.8	54.3	-9%	-9%
Net Physical Investment	272.0	240.8	300.1	282.6	310.4	213.9	156.2	165.7	186.1	215.8	12%	16%
Net Hedging Demand	-	40.4	29.3	-	-	12.0	2.1	8.4	-	-	na	na
Total Demand	1,045.4	983.5	1,068.9	1,021.6	1,067.0	995.5	964.7	988.3	991.8	963.4	0%	-3%
Market Balance	-35.7	28.9	-34.2	42.6	-4.4	62.3	67.5	28.5	31.3	14.7	10%	-53%
Net Investment in ETPs	-18.9	53.6	4.6	-0.5	-17.2	50.9	6.8	-22.3	81.7	120.0	na	47%
Market Balance less ETPs	-16.9	-24.7	-38.8	43.1	12.8	11.3	60.7	50.8	-50.4	-105.3	na	109%
Silver Price (US\$/oz, London price)	35.12	31.15	23.79	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	15.70	3%	-3%

Source: Metals Focus

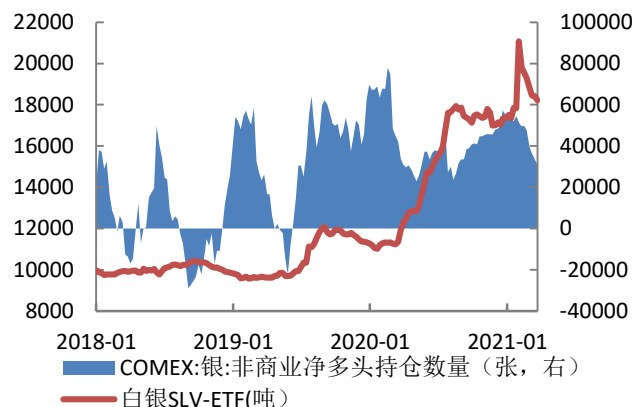
数据来源：世界白银协会

图表 25：白银三大库存一季度均自历史高位显著回落



数据来源：wind

图表 26：白银非商业净多头寸一季度减少 47%



数据来源：wind

四、套利策略分析与展望

金银比价：一季度，宏观因素整体利空贵金属，但受散步抱团事件和海外经济复苏提振白银需求等因素影响，银价一度反弹至 30 美元/盎司，金银比价回落至 64 附近，创 4 年新低；但随后银价自 30 美元高位回落，叠加美债收益率加速抬升和美元指数走强，白银补跌，因此金银比

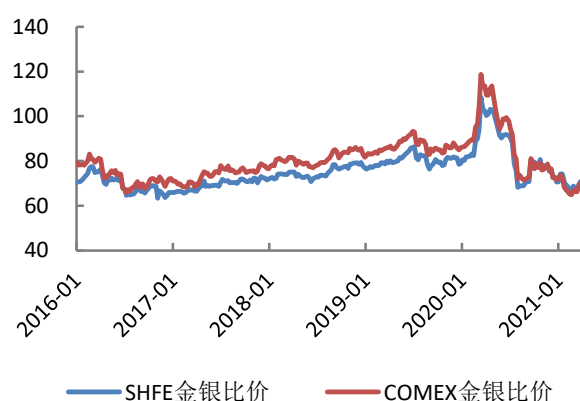
专业·诚信·进取·共赢

较再度抬升至 70 附近。截至 3 月 31 日，内盘期货金银比价为 70.74，较去年四季度末基本持平；COMEX 金银比价为 69.9，较去年四季度末下跌 1.8。展望二季度，我们认为虽然通胀预期主线将逐步兑现，但金银反弹空间料有限，因此金银比价或围绕【60-80】区间震荡。

上金所 TD 与上期所主力价差：一季度，黄金、白银的期现（TD-SHFE）绝对价差如期收敛。进入二季度，若白银上金所 TD 与上期所 2016 合约的绝对价差有反弹则继续关注收敛的套利机会；若无，则关注 TD 与 2012 合约的套利机会。

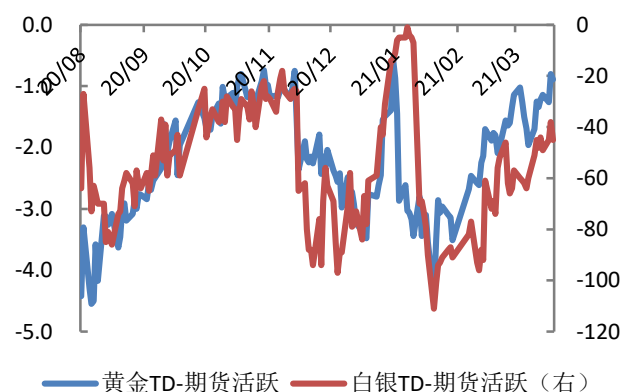
金银内外盘价差：一季度，海外经济复苏势头强劲，人民币兑美元汇率缓慢贬值，黄金内外盘价差因此由外盘溢价转为内盘溢价。展望二季度，黄金内盘溢价格局或可持续，维持在内盘溢价外盘 2 元/克左右。白银方面，由于国内现货压力较大，白银内外盘价差维持在-700 元/千克附近震荡，预计未来即使出口继续增加，白银内外盘价差也难以大幅收窄。

图表 27：一季度金银比价小幅回落



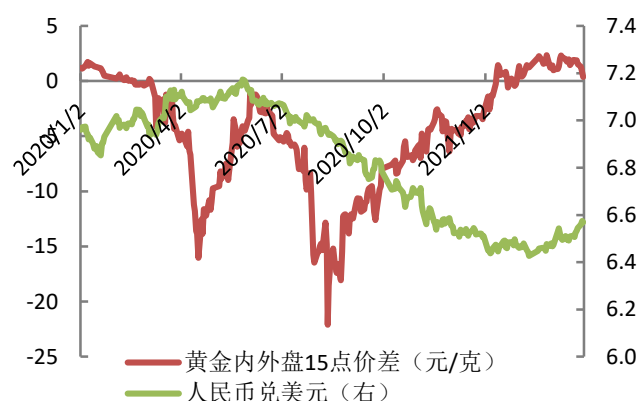
数据来源：Wind

图表 28：期现价差如期收敛



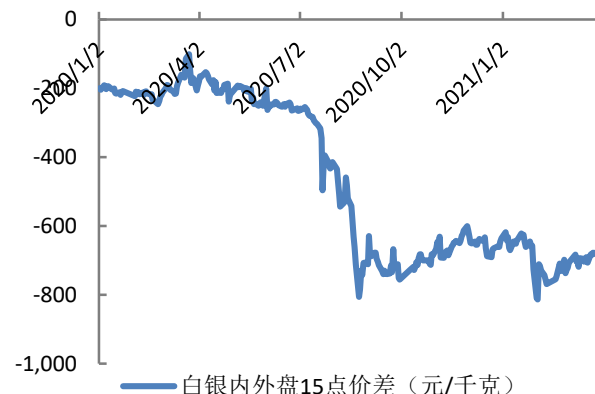
数据来源：Wind

图表 29：黄金内外盘价差（TD-伦敦金）转为内盘溢价



数据来源：Wind

图表 30：白银内外盘价差（TD-伦敦银）维持大幅折价



数据来源：Wind

五、后市展望

展望二季度，预计黄金价格或将呈现先扬后抑格局；白银将继续跟随黄金走势，但涨跌节奏仍会与黄金存在差异，整体或偏空。

利空点在于：（1）预计美国疫情局势有望持续好转，风险偏好可能继续升温，黄金避险需求将继续下滑，黄金 ETF 减持趋势或并未结束，将可能会继续对金价构成压制。（2）拜登 1.9 万亿美元纾困法案已经实施且仍有超 2 万亿美元的基建经济复苏计划，因此预计美国经济复苏势头料将延续，或支撑美元指数中枢继续震荡抬升，从而压制金银。（3）欧洲“第三波”疫情来势汹汹，短期内美欧经济差尚难收窄，也将继续支撑美元指数，压制金银。（4）由于美国经济延续复苏，通胀预期仍会升温，市场对美联储未来收紧货币政策的预期始终存在，因此美债收益率仍有上行空间，这也会继续施压贵金属价格。

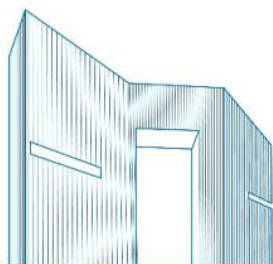
利多点在于：（1）预计二季度美联储仍会维持宽松，10 年期美债收益率站上 1.7% 上方后，未来的上行空间和上行速度都会受限，因此美债收益率走高对贵金属价格的利空影响将会钝化。（2）二季度美国通胀或有望进入加速兑现阶段，届时通胀率的回升速度将会远大于美债收益率的上涨速度，从而令美国实际利率上行空间受限，因此支撑贵金属价格，甚至可能会带来一波贵金属价格的反弹。但需警惕，这一波反弹的持续性料较为短暂，因为即使经济进入过热状态，通胀落地持续上升，黄金仍将面临着美联储收紧货币政策的利空，即削减购债预期将始终成为横亘在黄金头上的“达摩克利斯之剑”。（3）预计中美竞争将长期存在，二季度人民币或存在一定贬值的可能性，这将有可能对内盘金价构成小幅支撑。

操作策略：（1）单边：4-5 月仍可择机做多；待通胀落地持续回升金银反弹后，空头套保建议择机逐步介入；（2）套利：金银比预计在【60-80】震荡，建议高抛低吸。

风险提示：疫情再次爆发；疫苗效果不佳；中美及其他地区关系冲击等。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否



符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险 入市需谨慎

国贸投研小程序

专 注 期 货 ， 悦 享 资 讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读



长按二维码进入小程序