

短期金银或以偏多运行为主

摘要

1、行情回顾：上周（4.5-4.9），美国贸易赤字再创记录新高，初请数据亦不佳，导致美元指数走弱和10年期美债收益率回落均对金银构成提振，金价反弹突破1750美元/盎司关口，为3月以来高位。但美国3月PPI数据远超预期，表明通胀压力短期仍可持续，支撑美元指数和美债收益率，且美股续刷新高，避险需求继续回落，因此对贵金属价格的反弹空间构成一定限制。

2、影响因素分析：（1）美元指数周跌0.88%至92.18，疲软美元对金银构成显著提振。但需要注意的是短期美元指数尚难大幅下跌，因为随着疫情局势的好转和美国积极财政政策的实施，未来美国经济复苏势头仍有望延续，或支撑美元指数中枢继续震荡抬升，从而压制金银。

（2）除3月PPI大涨凸显潜在通胀压力外，拜登政府寻求2022财年预算提高8.4%，至1.52万亿美元，拜登大规模的刺激计划将继续推升通胀预期，因此美债收益率尚有支撑，也会限制金价的反弹空间。

（3）尽管对经济前景感到乐观，但美联储会议纪要和鲍威尔讲话均强调由于达到充分就业和2%的通胀目标仍需要一段时间，因此美联储仍会继续购债，金银尚有支撑。

（4）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，美国实际通胀或有望进入加速兑现阶段，届时通胀率的回升速度可能会大于美债收益率的上涨速度，因此即使近期美债收益率再度上涨，对贵金属市场的利空影响也会边际递减；此外，一旦实际通胀开始抬升，美国实际利率上行空间或受限，那么将会对贵金属价格构成支撑，甚至可能会带来一波反弹，因此我们认为4-5月金银尚可维持偏多对待。但较长周期而言，随着通胀落地的持续上升，黄金仍将面临着美联储收紧货币政策的利空，即美联储削减购债预期将始终成为横亘在黄金头上的中期风险点。

（5）美股续刷新高，VIX跌至去年2月低位，避险需求回落，金银ETF再度流出。3月份全球黄金ETF持仓下降107.5吨，这是近五个月以来出现的第四次黄金ETF净流出。截至4月9日，黄金ETF-SPDR持仓水平周降6.76吨至1026吨，连续11周净流出，创近1年新低；白银ETF-SLV持仓水平较周降8.25吨至7880吨，连续9周净流出，续刷1月28日以来新低。

3、策略展望：短期贵金属或以偏多运行为主；中期，仍建议关注至二季度以实际通胀回升兑现为主线的企稳行情，金银重心有望上移。

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、行情回顾

上周（4.5-4.9），美国贸易赤字再创记录新高，初请数据亦不佳，导致美元指数走弱和10年期美债收益率回落均对金银构成提振，金价反弹突破1750美元/盎司关口，为3月以来高位。但美国3月PPI数据远超预期，表明通胀压力短期仍可持续，支撑美元指数和美债收益率，且美股续刷新高，避险需求继续回落，因此对贵金属价格的反弹空间构成一定限制。

外盘：伦敦金周涨0.54%至1744.2美元/盎司，高位触及1758.66美元/盎司，低位触及1720.8美元/盎司；伦敦银周涨1.33%至25.267美元/盎司，高位触及25.62美元/盎司，低位触及24.59美元/盎司。

内盘：沪金主力周涨1.12%至371.96元/克，高位触及373.96元/克，低位触及366.5元/克；沪银主力周涨1.88%至5302元/千克，高位触及5380元/千克，低位触及5181元/千克。

图表1：伦敦现货黄金价格走势



图表2：伦敦现货白银价格走势



图表3：沪金主力价格走势



图表4：沪银主力价格走势



数据来源：wind

二、影响因素分析

(1) 美元指数走弱，提振金银

上周（4.5-4.9），美元指数周跌 0.88% 至 92.18，疲软美元对金银构成显著提振。美元指数走弱的主要原因有美国贸易、赤字不断创记录新高，就业市场结构复苏不均衡，以及美联储不断鸽声安抚市场等，均对美元指数构成一定压制。

展望后市，虽然美元指数近期走弱，但短期尚难大幅下跌，因为随着疫情局势的好转和美国积极财政政策的实施，未来美国经济复苏势头仍有望延续，或支撑美元指数中枢继续震荡抬升，从而压制金银。

美国赤字继续攀升：美国 2 月贸易赤字达 711 亿美元，创历史最高水平，因稳健的家庭和企业需求使进口继续超过出口。其次，根据美国国会预算办公室的数据，2021 财年的前 6 个月，美国联邦财政赤字已经达到 1.7 万亿美元。此外，美国总统拜登提出规模 1.52 万亿美元的 2022 财年预算案。整体，拜登大规模的刺激计划一方面将快速提升联邦政府的债务负担，影响美元的信用。

美国就业市场回暖持续，但结构复苏不均衡：虽然美国 3 月非农强劲，且美国 2 月 JOLTS 职位空缺 736.7 万人，创 2 年新高，均表明美国就业市场回暖持续。但美国 4 月 3 日当周首次申请失业救济人数意外上升至 74.4 万人，高于预期值和前值，凸显出美国就业市场复苏不均衡；美国 3 月 27 日当周续请失业救济人数 373.4 万人，高于预期但低于前值。

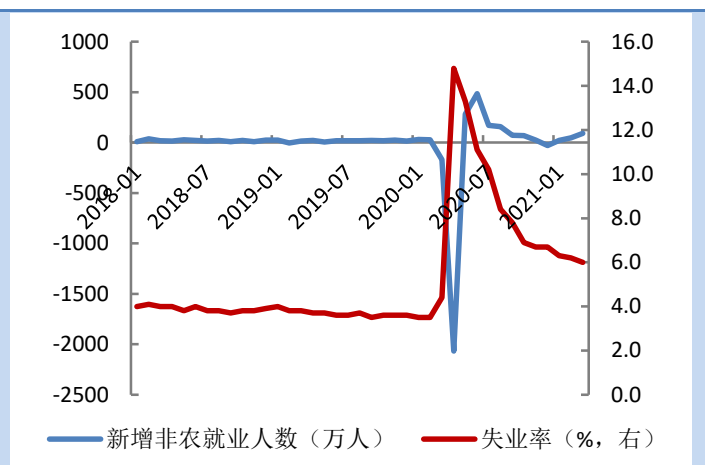
制造业服务业 PMI 延续扩张：美国 3 月 ISM 制造业指数 64.7，创 1983 年 12 月以来的最高水平；美国 3 月 ISM 非制造业指数 63.7，创记录新高。但美国 2 月工厂订单环比 -0.8%，不及预期。

3 月 PPI 强劲，涨幅超预期：美国 3 月 PPI 环比 1%，同比 4.2%，创 2011 年以来新高；美国 3 月核心 PPI 同比 3.1%，均远超预期；这表明潜在的通货膨胀压力继续存在。

图表5：美元指数走势图

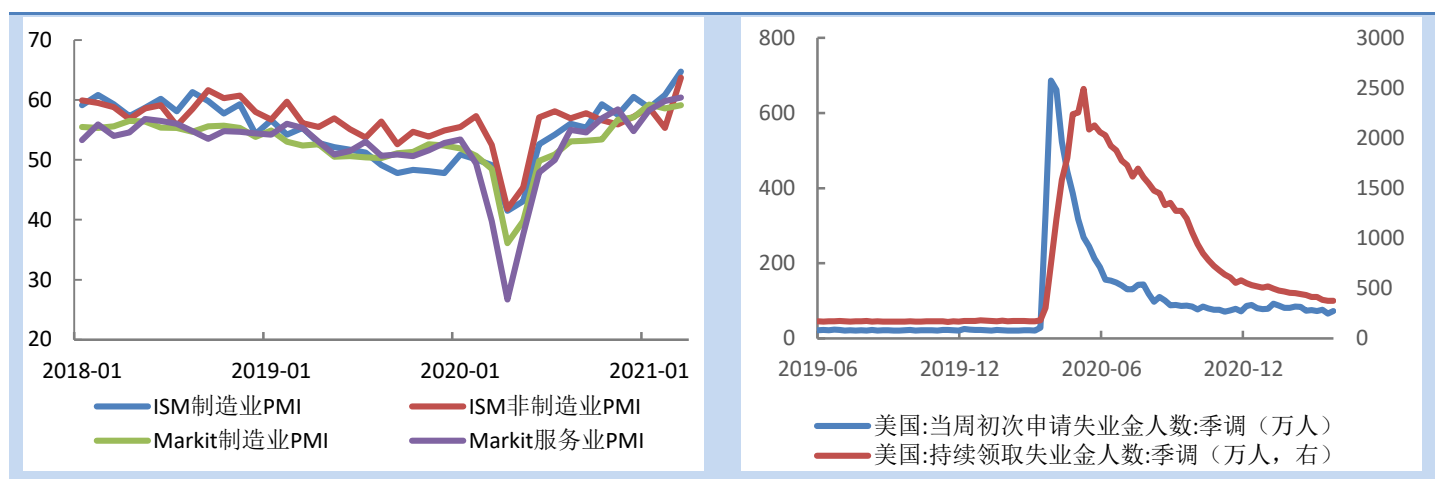


图表6：美国3月非农表现强劲



图表7：美国制造业/服务业PMI维持扩张

图表8：美国初请数据意外反弹凸显就业复苏不均衡



数据来源: wind

(2) 美联储维持鸽派基调，支撑金银

欧洲央行会议纪要显示尽管经济前景改善，但融资环境收紧为时尚早，未来三个月显著加快 PEPP 购买速度是有必要的。

美联储 3 月会议纪要显示，美国经济取得实质性进展还需一段时间，应维持当前购债速度；且重申疫情继续对经济构成下行风险，无需频频地校准 FOMC 的前瞻指引；谈及美债收益率上涨体现出经济前景得到改善，通胀所面临的风险加重，但大部分官员认为通胀风险大体上是平衡的。

结合美联储 3 月会议纪要和近期美联储官员的讲话，我们可以看出，尽管对经济前景感到乐观，但由于达到充分就业和 2% 的通胀目标仍需要一段时间，因此美联储仍会继续维持宽松，金银尚有支撑。

美联储主席鲍威尔在 IMF 的春季线上会议再度强调疫苗接种形势不一致威胁全球经济复苏，他承认美国经济前景向好，但认为复苏发展不均衡，重申联储要保持对经济的支持，称要看到实际的进展才会开始撤除 QE，再次重申通胀只是会暂时上升，联储有工具解决通胀太高的威胁。鲍威尔的鸽派发声也再度给予贵金属一定的支撑。

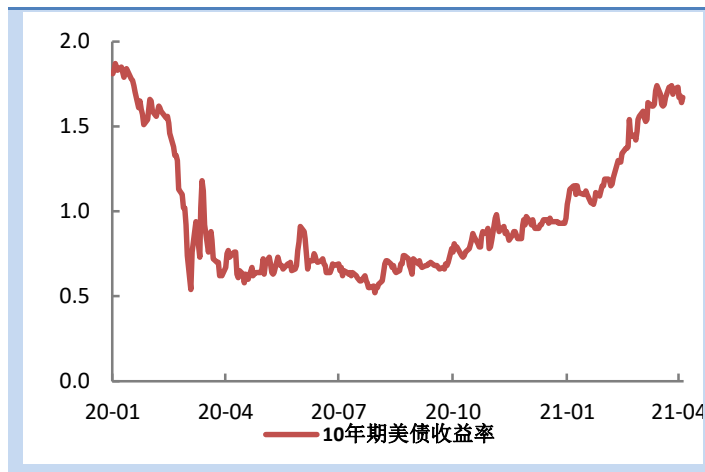
(3) 潜在通胀积累，支撑美债收益率，但未来实际利率上行空间或有限

继 1.9 万亿美元刺激计划顺利实施和超 2 万亿美元的基建复苏计划后，拜登政府寻求 2022 财年预算提高 8.4%，至 1.52 万亿美元。拜登大规模的刺激计划将继续推升通胀预期；其次，美国 3 月 PPI 同比增长 4.2%，创 2011 年以来新高；表明美国潜在的通货膨胀压力仍将持续。因此，鉴于美国经济复苏势头将延续和通胀预期仍会升温，美债收益率尚有支撑，从而限制金价的反弹空间。

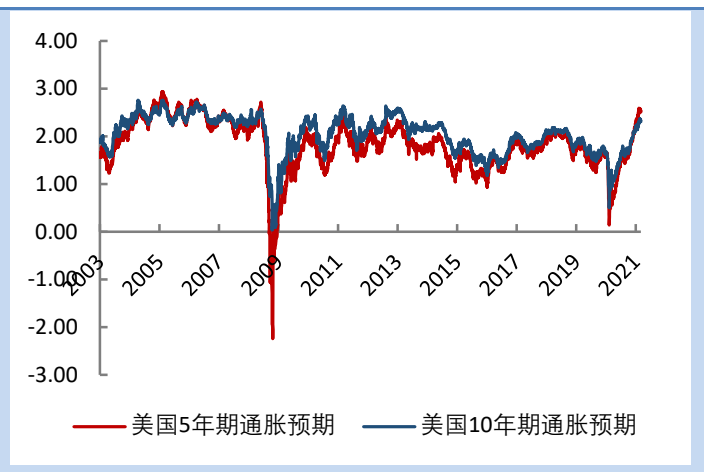
虽然通胀预期日益升温，但实际通胀并未兑现，故进入二季度，我们认为无论是从基数效应，还是从大宗商品的普遍上涨而言，今年二季度美国通胀或有望进入加速兑现阶段，届时通胀率的回升速度可能会大于美债收益率的上涨速度，因此即使近期美债收益率再度上涨，对贵金属市场的利空影响也会边际递减；此外，一旦

实际通胀开始抬升，美国实际利率上行空间或受限，那么将会对贵金属价格构成支撑，甚至可能会带来一波反弹，因此我们认为 4-5 月金银尚可维持偏多对待。但较长周期而言，随着通胀落地的持续上升，黄金仍将面临着美联储收紧货币政策的利空，即美联储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”，这一点则是需要关注的风险点。

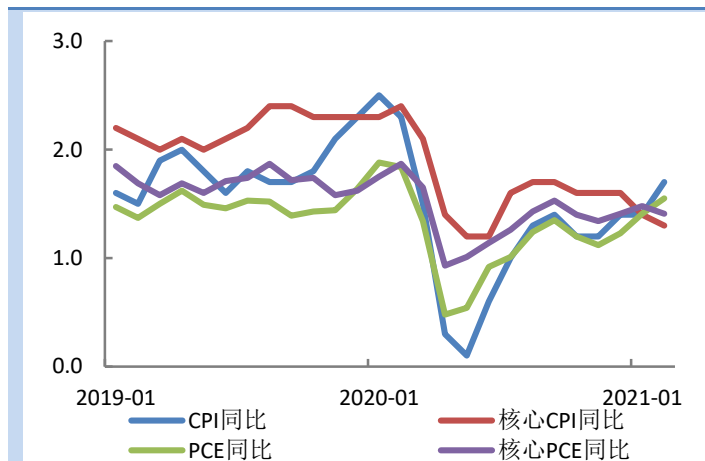
图表9：美债10年期收益率维持高位运行



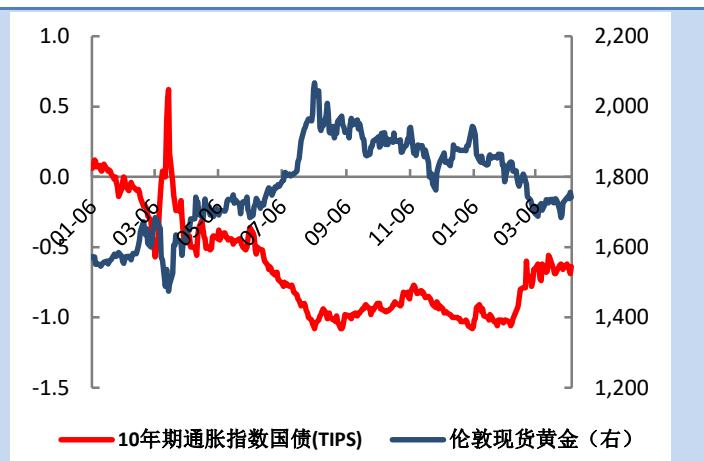
图表10：美国5、10年期通胀预期周度回落



图表11：美国实际通胀稳步上扬，核心PCE仍不佳



图表12：美国实际利率再度回落，支撑金价



数据来源：wind

(4) 避险需求继续回落，恐限制金银的反弹空间

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。据世界黄金协会：3 月份全球黄金 ETF 持仓下降 107.5 吨，这是近五个月以来出现的第四次黄金 ETF 净流出，也是连续第二个月出现史上规模前十的净流出。

此外，IMF 等上调全球经济复苏预期，经济学家也再次上调美国二季度经济增长预期，美国股市创下历史新高，恐慌指数 VIX 跌破 17 关口，创 2020 年 2 月以来新低，也对金银价格构成一定拖累。

图表13：美股再创新高

图表15：恐慌指数VIX回落至17下方

专业·诚信·进取·共赢



数据来源: wind

三、持仓情况及库存分析

ETF 持仓情况: 截至 4 月 9 日, 黄金 ETF-SPDR 持仓水平较上周下降 6.76 吨至 1026 吨, 连续 11 周净流出, 创近 1 年新低; 白银 ETF-SLV 持仓水平较上周减少 8.25 吨至 7880 吨, 连续 9 周净流出, 续刷 1 月 28 日以来新低。

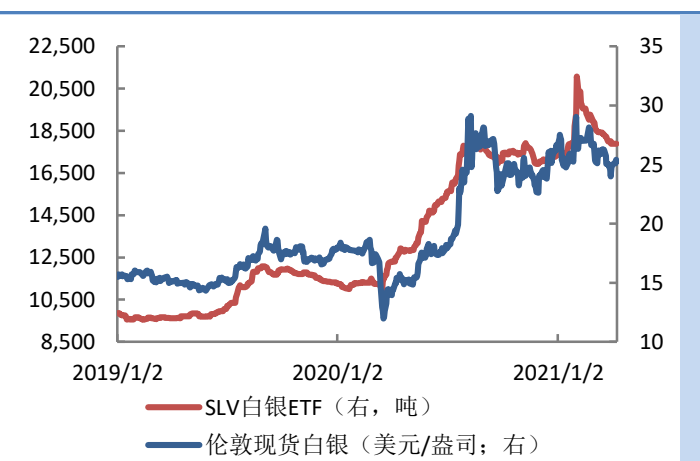
CFTC 持仓情况: 截至 4 月 6 日当周, 黄金多头较上周增加 12250 张至 275703 张; 空头较上周减少 9731 张至 86194 张; COMEX 黄金非商业净多头头寸持仓较上周增加 21981 张至 189509 张, 创 5 周新高。白银多头较上周增加 743 张至 67245 张, 空头较上周减少 2602 张至 34930 张; COMEX 白银非商业净多头头寸持仓较上周增加 3345 张至 32315 张, 升至 3 周高位。

库存数据: 截至 4 月 9 日, COMEX 期货黄金较上周减少 2% 至 1137 吨, 降至 8 个月以来低位; COMEX 白银期货库存减少 1.11% 至 11433 吨, 降至 7 个月低位。 SHFE 黄金库库存较上周持平为 3.85 吨; SHFE 白银期货库存较上周减少 0.39% 至 2501 吨, 降至 4 个月低位。

图表15: SPDR黄金ETF持仓

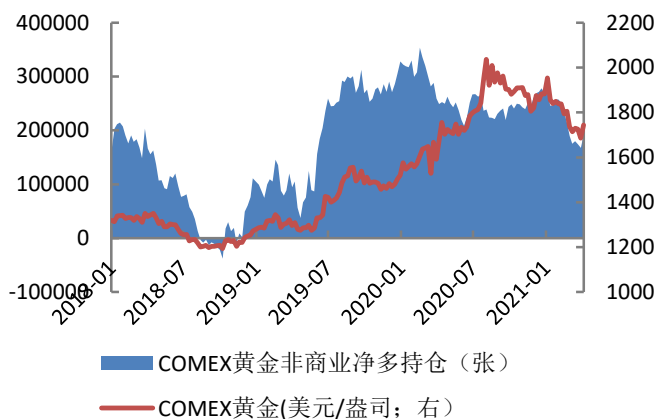


图表16: SLV白银ETF持仓

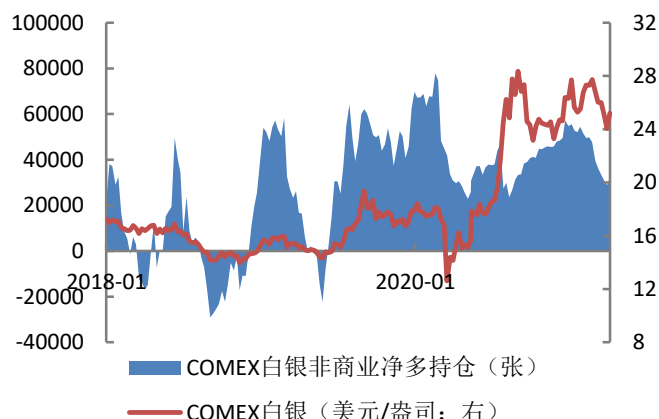


专业·诚信·进取·共赢

图表17: COMEX黄金非商业净多持仓数据



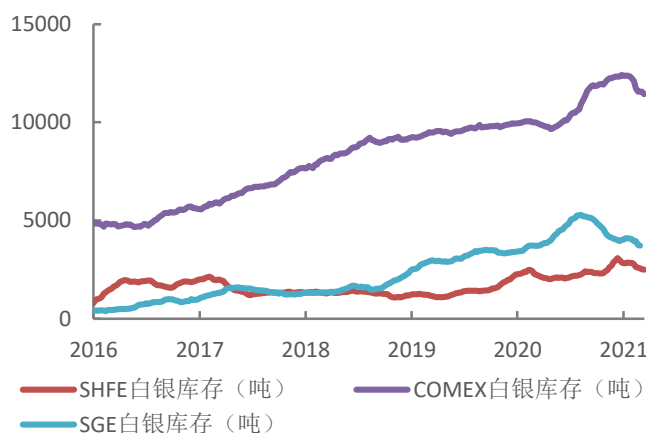
图表18: COMEX白银非商业净多持仓数据



图表19: 黄金期货库存数据



图表20: 白银期货、现货库存数据



数据来源: wind

四、金银比价、价差等相关数据

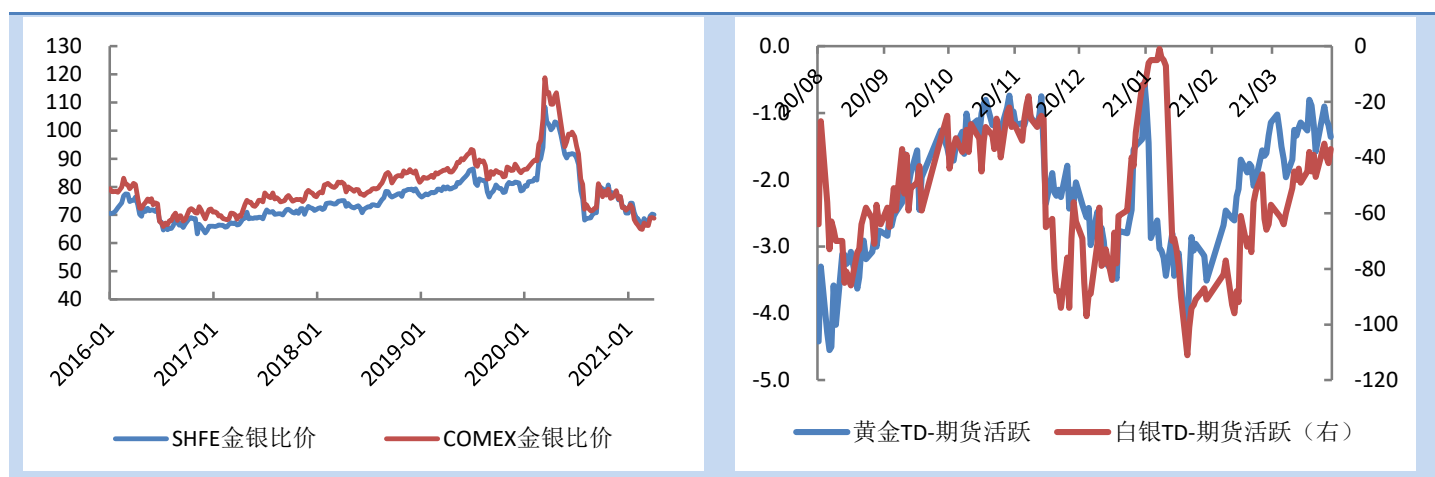
金银比价 (活跃合约收盘价): 截至 4 月 9 日, 内盘 (SHFE) 金银比价为 70.15, 周跌 0.1; 外盘 (COMEX) 金银比价为 68.87, 周跌 0.2。

金银内外盘 15 点价差 (TD-伦敦): 截至 4 月 9 日 15 点收盘, 黄金内外盘价差约为 1.5 元/克; 白银内外盘绝对价差收窄约为-663 元/千克。

上金所 TD 与 SHFE 主力价差 (价格均取 15 点整的价格): 截至 4 月 9 日, AU (T+D) -AU2106 价差为-1.36 元/克; AG (T+D) -AG2106 价差为-37 元/千克。

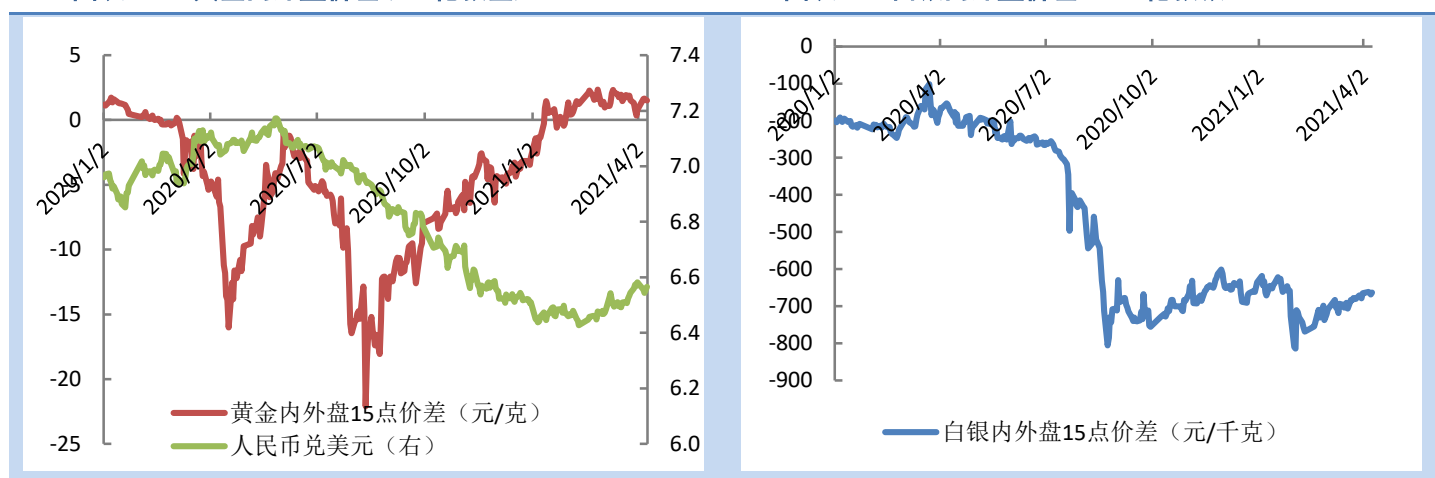
图表19: 期货金银比价

图表20: 15点基差: TD-SHFE主力



图表21：黄金内外盘价差（TD-伦敦金）

图表22：白银内外盘价差（TD-伦敦银）



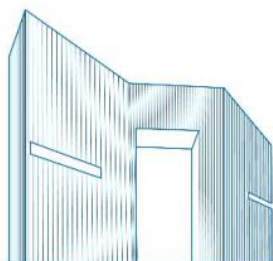
数据来源：wind

五、策略展望

短期贵金属或以偏多运行为主；中期，仍建议关注至二季度以实际通胀回升兑现为线索的企稳行情，金银重心有望上移。

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



专业·诚信·进取·共赢