

## 贵金属季度报告

# 美债利率攀升，关注通胀实际走高的验证

### 主要观点：

2020年在全球新冠疫情爆发的大背景下，几乎所有国家都采取了零利率以及规模庞大的量化宽松货币政策。今年年初以来，全球央行总体上保持宽松态势，美欧维持宽松，但是新兴市场部分经济体开始释放货币政策收紧的信号。

美国财政刺激以及疫情变化仍是制约美国经济改善的主要因素。长期来看，在疫苗不断普及、天气转暖以及财政政策刺激等众多有利条件下，美国经济仍具有进一步改善的空间。在疫苗与刺激法案共同作用下，美国经济大概率继续复苏。

美国经济强劲复苏带动长期美债收益率上升。年初以来，美债收益率持续走高，10年期美债收益率突破1.7%，主要国家长端国债也都有收益率上行的趋势。本轮美债收益率快速上行，主要由经济基本面因素推动，反映出全球经济复苏和通胀预期的抬升。

从当前环境来看，前期在流动性宽松下黄金已经经历过一波上涨，目前由于全球性的经济复苏共振，流动性收紧预期增强，名义利率加速上行而通胀还处于低位，导致实际利率上行，进而引发了黄金去年8月以来的持续调整。下一阶段的黄金投资机会，更多要关注的是通胀何时能够提速，快于利率上行，届时黄金有望再度走强。

短期来看，美欧经济的偏离恐将维持，美元延续反弹。但中长期来看，美元维持趋势走弱不变。

美债收益率走强背景下贵金属避险需求遭抑制，但通胀对冲需求逐渐体现。从工业属性来看，聚焦全球经济修复进度，白银值得期待。

**风险提示：**疫苗不及预期、欧美宽松政策退出过快

投资咨询业务资格号：

新证监许可【2020】3号

宏观研究团队

研究员：

周志强

zzq@cloudfutures.cn

从业资格号：F3060545

投资咨询号：Z0014361

闫海东

yanhaidong@cloudfutures.cn

从业资格号：F3061042

投资咨询号：Z0014403

联系人：

郭修远

guoxiuyuan@cloudfutures.cn

从业资格号：F3078100

## 正文目录

一、贵金属主线逻辑.....	3
二、宏观环境概述.....	3
2.1 欧美央行维持宽松，新兴经济体释放收紧信号.....	4
2.2 美国疫情缓和，新一轮财政刺激加码经济修复.....	5
2.3 经济复苏预期带动长期美债收益率上升.....	7
2.4 通胀预期升温，黄金的投资机会在哪里.....	9
2.5 美元短期反弹，但中长期趋势走弱不变.....	11
三、供需基本面.....	11
3.1 美债收益率走强背景下贵金属避险需求遭抑制.....	11
3.2 贵金属的通胀对冲需求逐渐体现.....	12
3.3 看好白银工业属性的推动.....	13

## 图表目录

图表 1: 摩根大通全球制造业 PMI.....	4
图表 2: 部分新兴市场国家开始加息来应对风险 (%).....	5
图表 3: 美国日新增确诊病例 (七日移动平均, 例).....	5
图表 4: 美国疫苗接种进度 (剂次/百人).....	5
图表 5: 美国 1.9 万亿美元经济刺激计划细则.....	6
图表 6: 美国 CPI 同比 (%).....	7
图表 7: 美国核心 PCE 指数同比 (%).....	7
图表 8: 美国制造业 PMI.....	7
图表 9: 美国服务业 PMI.....	7
图表 10: 美国零售数据 (千人).....	8
图表 11: 美国房屋新开工数 (千栋, %).....	8
图表 12: 美国当周申请失业金人数 (千人).....	8
图表 13: 美国失业率变化 (%).....	8
图表 14: 美国十年期美债收益率 (%).....	9
图表 15: 铜&原油.....	9
图表 16: 黄金与美国十年期国债实际收益率.....	10
图表 17: 美国利率、通胀与黄金价格关系.....	11
图表 18: 黄金 ETF 持仓量 (美元/盎司, 吨).....	12
图表 19: 白银 ETF 持仓量 (美元/盎司, 吨).....	12
图表 20: 黄金与美债收益率出现了一段较为一致的上涨走势.....	12

## 一、贵金属主线逻辑

2020 年在全球新冠疫情爆发的大背景下，几乎所有国家都采取了零利率以及规模庞大的量化宽松货币政策。今年年初以来，全球央行总体上保持宽松态势，美欧维持宽松，但是新兴市场部分经济体开始释放货币政策收紧的信号。

美国财政刺激以及疫情变化仍是制约美国经济改善的主要因素。长期来看，在疫苗不断普及、天气转暖以及财政政策刺激等众多有利条件下，美国经济仍具有进一步改善的空间。在疫苗与刺激法案共同作用下，美国经济大概率继续复苏。

美国经济强劲复苏带动长期美债收益率上升。年初以来，美债收益率持续走高，10 年期美债收益率突破 1.7%，主要国家长端国债也都有收益率上行的趋势。本轮美债收益率快速上行，主要由经济基本面因素推动，反映出全球经济复苏和通胀预期的抬升。

从当前环境来看，前期在流动性宽松下黄金已经经历过一波上涨，目前由于全球性的经济复苏共振，流动性收紧预期增强，名义利率加速上行而通胀还处于低位，导致实际利率上行，进而引发了黄金去年 8 月以来的持续调整。下一阶段的黄金投资机会，更多要关注的是通胀何时能够提速，快于利率上行，届时黄金有望再度走强。

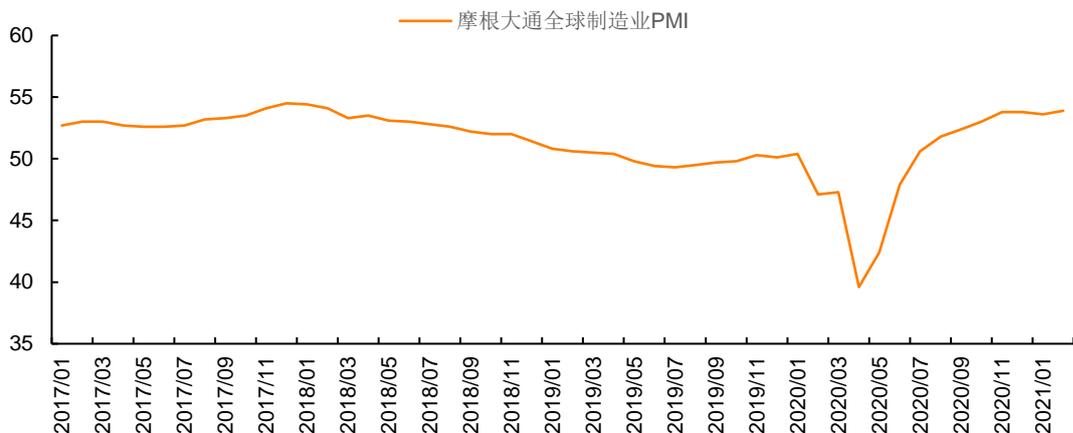
短期来看，美欧经济的偏离恐将维持，美元延续反弹。但中长期来看，美元维持趋势走弱不变。

美债收益率走强背景下贵金属避险需求遭抑制，但通胀对冲需求逐渐体现。从工业属性来看，聚焦全球经济修复进度，白银值得期待。

## 二、宏观环境概述

自年初以来，全球疫情加速改善，疫苗进展加快。主要国家制造业持续修复，美债收益率加速上行，引发全球市场调整。

图表 1：摩根大通全球制造业 PMI



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

## 2.1 欧美央行维持宽松，新兴经济体释放收紧信号

2020 年在全球新冠疫情爆发的大背景下，几乎所有国家都采取了零利率以及规模庞大的量化宽松货币政策。今年年初以来，全球央行总体上保持宽松态势，美欧维持宽松，但是新兴市场部分经济体开始释放货币政策收紧的信号。

货币政策方面，欧美发达经济体总体延续宽松格局：

- (1) 美联储维持低利率水平不变，同时在购债指引上表示继续当前资产购买步伐，“直至目标取得实质性进展”，鲍威尔暗示 2023 年前不加息。尽管美联储维持宽松，但是随着经济复苏形成一致预期，通胀预期明显抬头，美联储政策退出预期已明朗。美联储最新“点阵图”显示，FOMC 的 18 名成员中，有 4 人希望在 2022 年加息，而去年 12 月会上只有 1 人；有 7 人认为在 2023 年加息，而去年 12 月份只有 5 人。同时，美联储计划重新评估补充杠杆率 (SLR)，以确保规则到期不会削弱美国国债市场的流动性或造成市场混乱。延期 SLR 豁免政策、扭曲操作 (OT) 和收益率曲线控制 (YCC) 对美债收益率上行形成一定程度的约束；
- (2) 欧洲央行维持宽松的货币政策，加快购债步伐。欧洲央行确认其紧急抗疫购债计划 (PEPP) 的规模在 1.85 万亿欧元，并承诺在二季度“大幅度加快购买步伐”以控制收益率。利率将维持在当前水平或耕地水平，直到通胀前景与通胀目标强有力靠拢。

受欧美流动性增加以及美国实际收益率上升的影响，新兴市场的通胀普遍上升。一方面，欧美持续增加流动性，新兴市场面临通胀压力；另一方面，美国国债收益率飙升，冲击着新兴市场。截至3月底，巴西、土耳其、俄罗斯陆续通过加息来应对风险。

图表 2：部分新兴市场国家开始加息来应对风险（%）

国家	日期	内容
巴西	3月17日	巴西央行上调基准贷款利率75个基点，至2.75%，市场预期加息50个基点。同时预计下次政策会议还将加息75个基点。
俄罗斯	3月19日	俄罗斯央行将基准利率上调至4.50%，预估为4.25%。预计下次决议可能会再度加息。
土耳其	3月23日	土耳其央行将基准回购利率上调至19%，市场原本预计会加息100个基点至18%。

资料来源：公开信息整理 云财富期货投资咨询部

## 2.2 美国疫情缓和，新一轮财政刺激加码经济修复

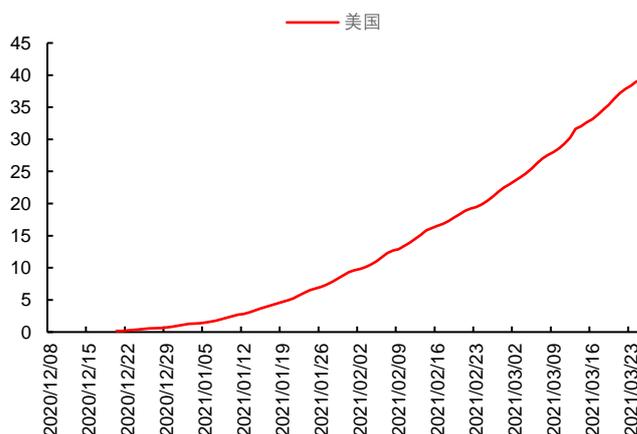
年初以来，美国疫情呈现缓和态势，新增确诊病例较年初峰值明显回落。同时，拜登政府积极推动疫苗接种，上任 58 天完成 1 亿剂新冠疫苗接种的目标，并预计于 100 天内完成 2 亿剂疫苗接种。

图表 3：美国日新增确诊病例（七日移动平均，例）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 4：美国疫苗接种进度（剂次/百人）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

为了进一步加速国内经济修复，3月11日，拜登正式签署“美国救济计划”，1.9万亿美元财政刺激正式落地。与前两轮相比，该法案对企业的补贴力度显著减少，对地方以及州的支持力度明显提升，对居民的直接补贴也进一步加强。

图表 5：美国 1.9 万亿美元经济刺激计划细则

项目	拨款金额	提案细则
<b>超4000亿美元用于新冠疫情应对措施</b>		
抗击疫情	1600亿美元	全国疫苗接种计划：在全国各地建立社区疫苗接种中心 为购买快速检测资源提供资金，投资扩大实验室能力，支持学校和地方政府实施定期监测方案 提供紧急救灾资金，确保有足够物资和防护装备，并为各州、地方政府和部落提供联邦补偿 支持国际卫生和与人道主义、国际社会制定和分发新冠肺炎医疗应对措施，恢复美国的全球领导地位
教育	1700亿美元	启动公共卫生就业计划，扩大公共卫生人力，资助10万名公共卫生工作者；保障疫苗在不同群体和社区间公平分配；提高对新毒株测序、检测和疫情分析能力
紧急带薪休假	-	为超过1.06亿人提供紧急带薪休假，14周的带薪病假、探亲假和病假；并为员工人数少于500人的雇主报销这种带薪休假的费用；紧急带薪休假措施延长至9月30日
<b>近10000亿美元个人救济</b>		
直接支付给民众	1400美元/人	向大多数美国人直接支付1400美元支票
失业救济金	300美元/(人周)	将联邦失业救济金增加至300美元/周，延长至9月6日
租房救助	300亿美元	向处境艰难的租房者提供额外救助，并将驱逐禁令和取消抵押品赎回权的暂停期延长至9月30日
补发风险津贴	-	雇主应为一线员工从2020年至今所承担的风险补发风险津贴
儿童保育救助	250亿美元	设立紧急稳定资金，帮助受重创的托儿所支付费用并安全运营
	150亿美元	提供儿童保育费用额外援助，帮助父母重返工作岗位，帮助儿童护理中心重新安全开放并提高工作人员薪资福利
	-	紧急延长儿童保育税收抵免一年，帮助支付儿童保育费用。13岁以下儿童的家庭最多可获得一半税收抵免，一名儿童最多可获得4000美元
儿童和劳动所得税抵免	-	儿童税收抵免年度可退款额提升至3000美元/人，6岁以下儿童为3600美元/人；扩大劳动所得税抵免，无子女成人最大税收抵免从530美元提高至1500美元
额外现金援助	10亿美元	因疫情而需向贫困家庭提供临时救助（TANF）的额外现金救助
医疗和健康	-	资助延续医保至9月底，确保参保人自行支付医疗费用不超过其收入的8.5%
	40亿美元	扩大药物滥用和精神健康服务管理局以及卫生服务管理局的服务范围
	200亿美元	为退伍军人医保需求提供资金
	8亿美元	打击家暴和性侵
<b>4400亿美元为陷入困境的组织提供支持</b>		
小企业救助	150亿美元	向100余万受疫情影响最严重的小企业直接拨款
	1750亿美元	以350亿美元的投资优质国家、地方、部落和非营利性中小企业融资计划，从而产生1750亿美元用于投资和低息贷款
州和地方政府紧急救助	3500亿美元	确保地方政府为一线工作人员提供支持，同时用于有效分配疫苗、重新开放学校等重要服务
	30亿美元	由经济发展管理局（EDA）支持经济发展
公共交通	200亿美元	为受影响最严重的公共交通机构提供救济
部落政府救助	200亿美元	支持部落政府应对疫情

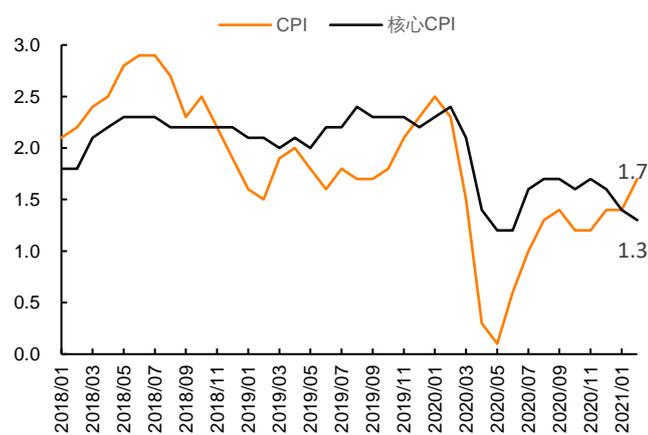
资料来源：美国国会官网 云财富期货投资咨询部

随着疫苗接种加速以及财政刺激的落地，美国经济将进一步修复。美联储3月FOMC货币政策会议纪要上调2021年美国GDP增速预期至6.5%，较去年12月公布的预期增速上调了2.3%。

## 2.3 经济复苏预期带动长期美债收益率上升

年初以来，随着疫苗展开大规模接种，欧美逐步摆脱二次疫情影响，复苏态势向上。美国经济延续修复和改善，消费和需求呈现复苏，制造业和服务业 PMI 继续呈现扩张趋势，但利率上行促使美国房地产市场降温，零售销售出现回落，贸易逆差扩大；另一方面，美国就业市场边际改善，但失业率仍维持高位。

图表 6: 美国 CPI 同比 (%)



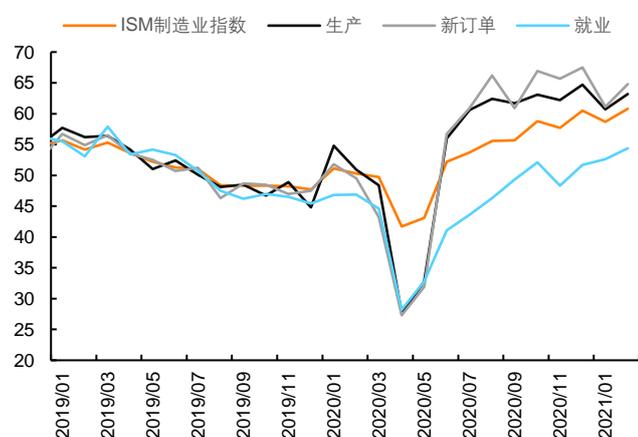
资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 7: 美国核心 PCE 指数同比 (%)



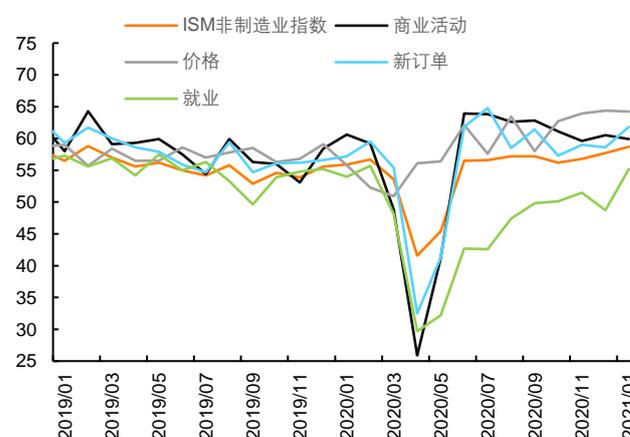
资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 8: 美国制造业 PMI



资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 9: 美国服务业 PMI



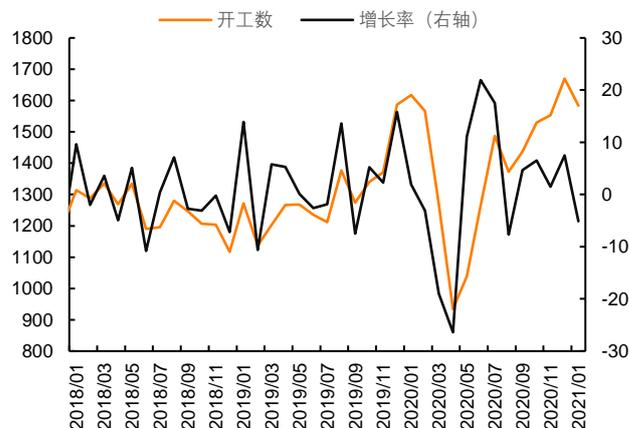
资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 10: 美国零售数据 (千人)



资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 11: 美国房屋新开工数 (千栋, %)



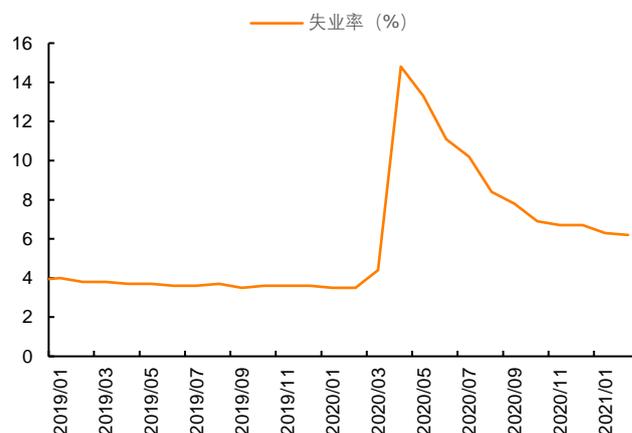
资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 12: 美国当周申请失业金人数 (千人)



资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 13: 美国失业率变化 (%)



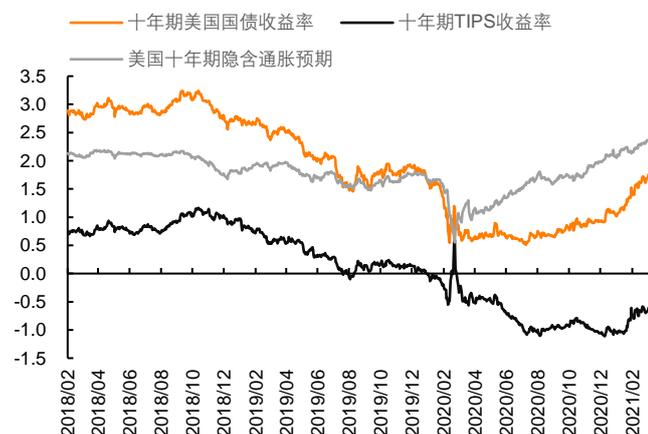
资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

总体来看,美国财政刺激以及疫情变化仍是制约美国经济改善的主要因素。长期来看,在疫苗不断普及、天气转暖以及财政政策刺激等众多有利条件下,美国经济仍具有进一步改善的空间。在疫苗与刺激法案共同作用下,美国经济大概率继续复苏。同时,美国大规模财政刺激计划将强化核心商品通胀传导作用,成本驱动通胀上行。

**美国经济强劲复苏带动长期美债收益率上升。**年初以来,美债收益率持续走高,10年期美债收益率突破 1.7%,主要国家长端国债也都有收益率上行的趋势。本轮美债收益率快速上行,主要由经济基本面因素推动,反映出全球经济复苏和通胀预期的抬升。其一,从经济基本面来看,当前全球疫情缓解,叠加全球疫苗进展加速,主要国家经济加快修复,美国经济呈现边际改善;其二,美国数轮财政刺激计划落地,市场风险偏好回暖,大宗商

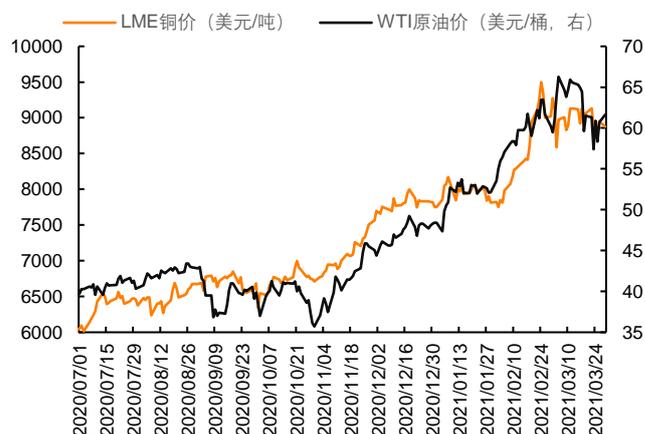
品快速上行,以有色为代表的大宗商品价格拉升,叠加原油价格上行,通胀预期迅速升温, TIPS 损益平衡通胀率出现明显回升,美国十年期通胀保值国债 (TIPS) 损益平衡通胀率涨至 2.36%。

图表 14: 美国十年期美债收益率 (%)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 15: 铜&原油



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

## 2.4 通胀预期升温, 黄金的投资机会在哪里

从黄金的定价逻辑看,黄金价格走势主要取决于实际利率的变动,而实际利率又主要取决于两个维度,名义利率与通胀水平此消彼长。根据这一定价逻辑,黄金的交易机会主要在两个阶段,一是利率快速下行、通胀位于低位的衰退式宽松阶段,此时黄金交易的核心是流动性;另一个则是通胀快速回升,且回升幅度高于利率回升时,此时对应的可能是经济的扩张与过热阶段,这一阶段黄金交易的核心是通胀。

从当前环境来看,前期在流动性宽松下黄金已经经历过一波上涨,目前由于全球性的经济复苏共振,流动性收紧预期增强,名义利率加速上行而通胀还处于低位,导致实际利率上行,进而引发了黄金去年 8 月以来的持续调整。下一阶段的黄金投资机会,更多要关注的是通胀何时能够提速,快于利率上行,届时黄金有望再度走强。

图表 16: 黄金与美国十年期国债实际收益率

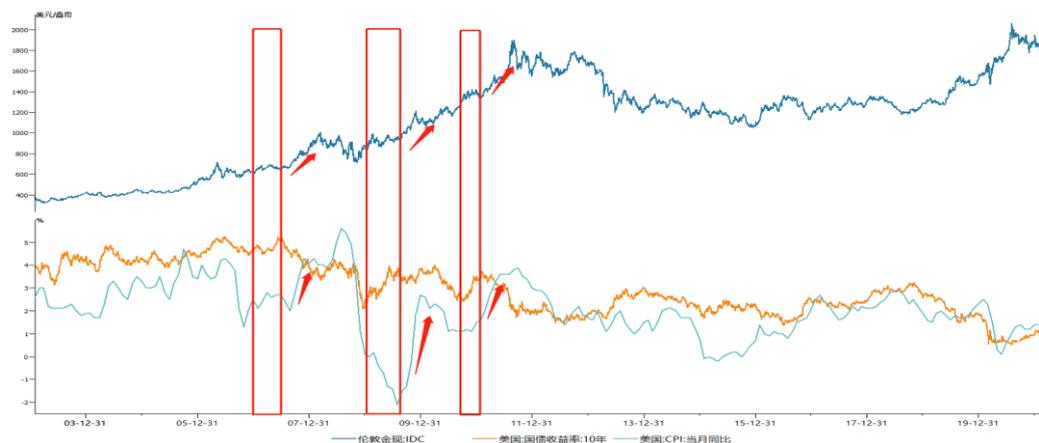


资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

从逻辑上看，通胀与利率是互为因果的，通胀预期升温，引发货币政策收紧，进而利率上行，而流动性的泛滥，货币供给大于需求，又会引发通胀预期的升温。由此来看，通胀与利率并不会长时间的背离，但由于这两类宏观数据的形成机制并不一致，即利率数据是每日变化的，且利率数据很大程度上会受交易行为影响，因此反映较快，而通胀数据是由统计局编制的，且每月数据均在下月才发布，具有一定的滞后性，由此会导致利率与通胀出现了背离，比如近期，利率快速上行，而通胀还处于低位。展望后市，通胀是否会跟上，增速超过利率上行的速度呢？这是我们探寻黄金交易机会，当下比较关注的。

如下图所示，在 2007 年初、2009 年上半年以及 2011 年初，利率与通胀表现均与当前的行情比较相似，即通胀还在低位徘徊，而利率出现了快速上行，在几个相似的历史区间，后续大概率确实会迎来通胀回升，同时利率在高位震荡或开始下行的行情——这对应了黄金的交易机会。

图表 17: 美国利率、通胀与黄金价格关系



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

## 2.5 美元短期反弹，但中长期趋势走弱不变

短期来看，美欧经济的偏离恐将维持，美元延续反弹。但中长期来看，美元维持趋势走弱不变。自 2021 年初以来，美元指数一改颓势，自低位的 89.42 大幅反弹至目前 92.6 左右。美元反弹的背后，是美欧疫情控制及宏观形势的相对强弱出现逆转。中短期内，美欧经济的偏离程度对美元走势影响最大。回顾 2020 年，美元持续走弱的背后，是美国疫情控制差于欧洲、拖累经济修复。同样，美元 2021 年以来的大幅反弹，是因为美国疫情加速好转、经济复苏持续加快。中长期来看，美联储持续的量化宽松政策与数轮大规模财政刺激的发放保证了美元供给充裕，美国财政赤字高涨，美国经济及对外贸易关系的修复尚需时日，这些因素可能持续有损美元作为国际储备货币的低位，

## 三、供需基本面

### 3.1 美债收益率走强背景下贵金属避险需求遭抑制

年初以来贵金属走势持续趋弱，主要是通胀预期提振市场风险偏好，风险资产受到追捧，避险资产遭到抛售，伴随着美债收益率的走强，贵金属的避险需求遭抑制。

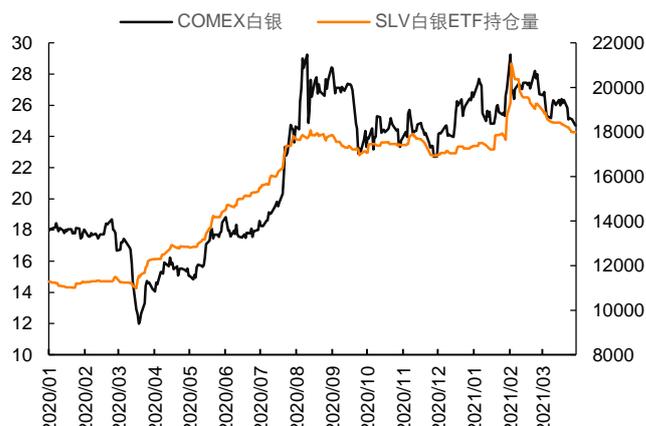
年初以来，黄金 ETF 持仓持续回落，SPDR 黄金 ETF 持仓量累计减少 133.24 吨至 1037.5 吨。白银 ETF 持仓在 2 月份受散户关注后快速突破 2 万吨，但随后维持净流出。

图表 18: 黄金 ETF 持仓量 (美元/盎司, 吨)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 19: 白银 ETF 持仓量 (美元/盎司, 吨)

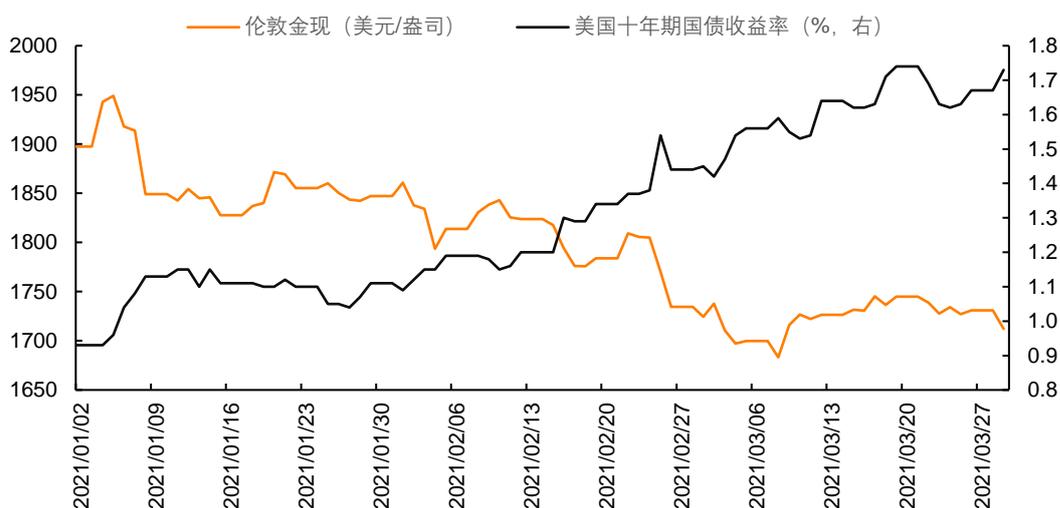


资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

### 3.2 贵金属的通胀对冲需求逐渐体现

在全球疫苗接种不断推进下, 全球经济修复预期在提升, 各主要经济体 10 年期国债收益率持续攀升, 市场情绪逐渐从避险情绪切换到通胀情绪。我们注意到, 自 3 月中旬以来, 黄金出现了一段与美债收益率较为一致的上涨走势, 暗示着黄金作为通胀对冲工具的需求逐渐体现, 市场的通胀情绪逐渐浓厚。

图表 20: 黄金与美债收益率出现了一段较为一致的上涨走势



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

### 3.3 看好白银工业属性的推动

复盘去年 4 季度以来商品市场走势，原油、铜等全球经济修复收益商品领涨明确，而金属集体走强的推动在于全球经济修复过程中都将推动各自“碳中和”计划，新能源汽车和光伏均是重点布局行业，铜、铝、镍、白银等无一不是需求受益品种，这在我们过去几个月中发布的各类报告中已经有所阐述。基于上述逻辑，我们认为白银工业属性的体现不会缺席，目前已经具备配置价值。此外，2 月“游戏驿站”事件波动中对白银的冲击，并非简单的投机行为，其中隐含了更多投资者对白银价值的判断。

伴随着美国大规模经济刺激计划的达成，市场对于经济修复以及通胀预期愈发一致。二季度密切关注全球经济复苏实际情况，通过需求回升证实实际通胀的上升。届时，具有工业属性的白银，表现值得期待。

## 法律声明

■本报告由云财富期货有限公司制作，本报告所载资料的来源及观点的出处皆被云财富期货有限公司认为可靠，但云财富期货有限公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，云财富期货有限公司不对因使用本报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。本报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使云财富期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使云财富期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有本报告中的材料的版权均属云财富期货有限公司。未经云财富期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本予任何其他人。

■本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述投资标的买卖的出价或征价。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，云财富期货有限公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，云财富期货有限公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而云财富期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

■本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，云财富期货有限公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，投资者并不能依靠本报告以取代独立判断。本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

■本报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。本报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

## 云财富期货有限公司

总部地址：

新疆乌鲁木齐市天山区西河坝后街 137 号瑞达国际大厦 7 楼

上海分公司

地址：上海自由贸易试验区杨高南路 729 号 2102B 室

伊犁营业部

地址：新疆伊犁州伊宁市新市政府片区南环路以南伊宁机场商务写字楼 2003 号

喀什分公司

地址：新疆喀什地区喀什经济开发区空港产业物流区产业服务中心 A 段三楼 301 室

山东分公司

地址：山东省济南市高新区汉峪金谷 A3-4-907 室

深圳分公司

地址：深圳市福田区福田街道福安社区益田路 4068 号卓越时代广场 3904、3905 室