

黄金中长期仍由利空主导 短期超跌迹象明显

贵金属策略报告

2021 年 2 月 28 日

黄金价格自 8 月初黄金见顶以来连续回落，其中主要利空来自于利率的回升，而美元下跌则成为黄金抵抗下跌的因素。油价的连续反弹推升着通胀预期的回升，目前原油价格反弹至疫情爆发之前的水平，继续上升的空间不大；在疫情好转和财政刺激两方面的因素作用下，全球经济复苏预期逐渐增强，提供了实际利率上涨的基础。黄金价格中长期仍由利空主导。

在 1 月 FOMC 会议上，美联储表示在可预见的未来极低的利率和资产购买将是帮助美国经济和劳动力市场复苏的重要条件，但最近债券市场明显却出现反应过度的现象。(1) 美国国债竞拍遇冷令国债收益率大幅上升，七年期国债认购倍数创历史新低；(2) 美国国债十年期和两年期利差目前已经达到 1.3%，与上一个加息周期的最高水平相当；(3) CBOT 国债期货的非商业空头持仓数量持续维持在 30 万手的历史最高位水平，空头交易的过于拥挤。短期市场利空因素或已充分反映，黄金超跌迹象明显，1800 下方不宜继续追空，观望等待是上策。

有色研究员：赵擎

从业资格号：F3008282

投资咨询从业证书号：Z0002941

联系电话：0531-81678626

电子邮箱：zhaotsing@126.com

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.luzhengqh.com

鲁证研究公众号：lzqhys



鲁证期货公众号：lzqhfw



黄金中长期仍由利空主导，短期超跌迹象明显

一、近期美债利率的回升令黄金大幅下挫

伦敦金自 2021 年初的阶段高点 1943.2 美元/盎司下滑至今 1742.9 美元/盎司，下跌了近 200 美元。从影响黄金价格主要因素来看，期间十年期美债利率从 0.93% 上涨至 1.44%，上涨了 0.51 个百分点，而美元指数则变化不大，基本处于 90 上下窄幅波动。若从自 8 月初黄金见顶的时间点看，其中黄金的主要利空是利率的回升，而美元下跌则成为黄金抵抗下跌最重要的因素。

图 1：美债与黄金

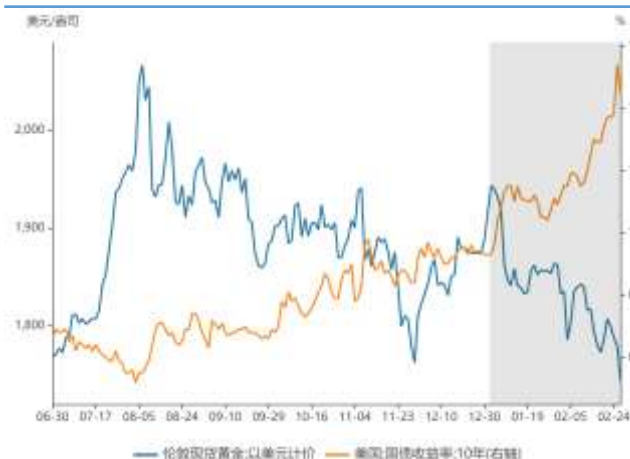
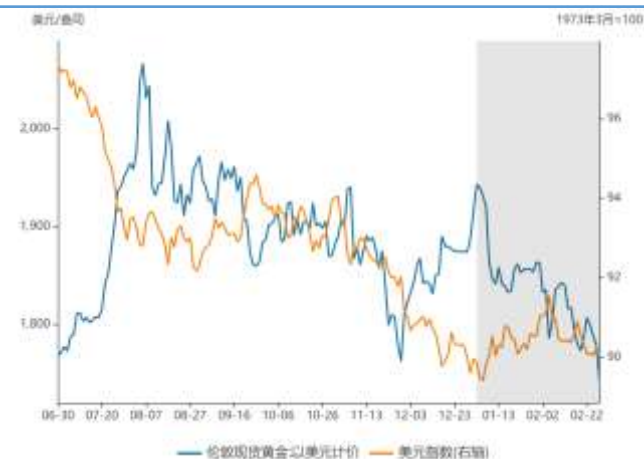


图 2：美元与黄金



（一）数据来源：WIND，鲁证期货研究所制图

美债利率回升的主要动力来自于通胀预期的回升，实际利率的回升则主要发生在近期。

通常政府所发行的债券收益率为名义利率，通胀水平的高低决定着债券持有人的实际收益率高低。美国政府为打消公众对购买国债不能抵消通货膨胀的担忧，推出了通胀保值国债，简称 TIPS。TIPS 分为固定利率和浮动的本金，本金是按照美国劳工部的月度 CPI 指数进行调整的。因此国债名义收益率减去 TIPS 收益率即为市场对于通货膨胀的预期。

以 2020 年 8 月初黄金见顶的时间点起，美国十年期国债名义从 0.56% 上升至 1.44%，升幅为 0.88 个百分点，而其中通货膨胀的预期贡献了其中的 0.57 个百分点，实际利率的回升则贡献了剩下的 0.31 个百分点。

图 3：美国十年期国债收益率和通胀预期

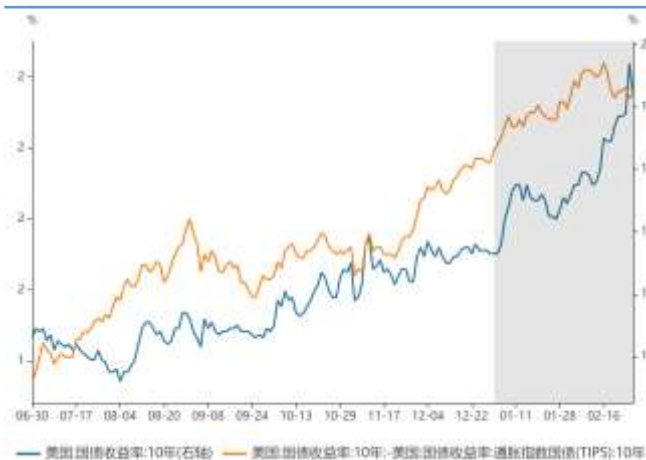
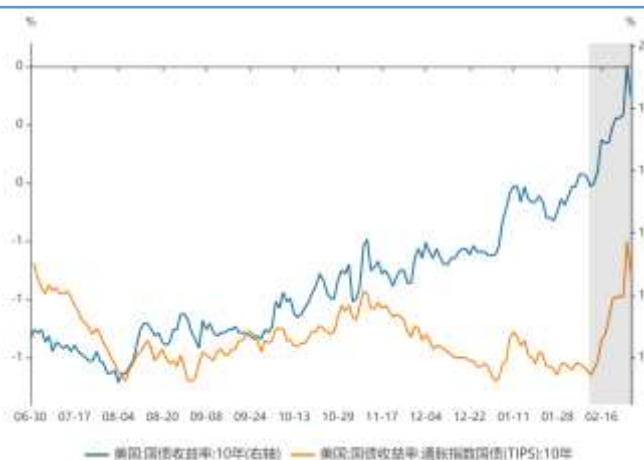


图 4：美国十年期国债名义收益率和实际收益率



数据来源：WIND，鲁证期货研究所制图

二、经济复苏的或是未来黄金的主要利空因素

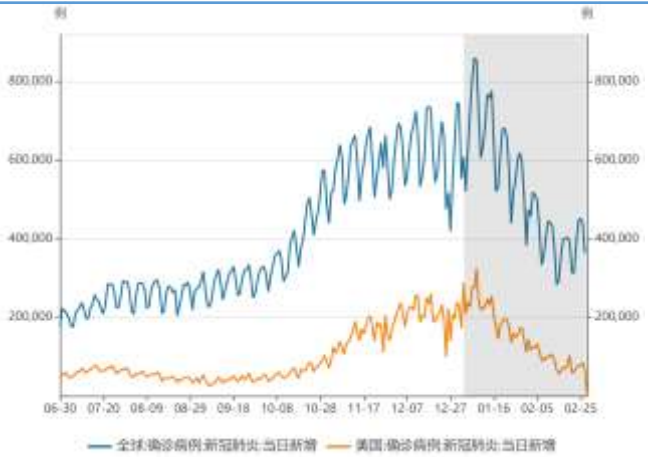
（一）原油价格反弹至疫情爆发之前，通胀预期回升空间不大

美国的 CPI 构成中，原油及其相关的品类占据很大部分，故通货膨胀预期与原油价格高度相关。从下图中可以看出，自油价触底以来，通胀预期持续回升，目前已经上涨 2% 上方；原油价格也反弹至疫情爆发之前的水平，继续上升的空间不大。

图 5：原油与通胀预期



图 6：全球和美国当日新增确诊



数据来源：WIND，鲁证期货研究所制图

（二）经济复苏的预期增强，提供了实际利率上涨的基础

疫情方面，海外疫苗接种持续推进，世界主要国家的疫情大幅好转。全球新冠新增确诊病例数已连续多周下降，给全球经济复苏到来信心。财政刺激方面，美国财政部长耶伦 12 日在七国集团会议上，强调各国提供进一步财政支持来促进经济强劲和持久复苏的重要性，并表示现在是采取大规模政策行动的时刻，七国集团当前应聚焦提供额外的政策支持。同时在 2 月初美国参众两院批准了一项预算协调方案，该决议将允许国会没有共和党支持的情况下通过 1.9 万亿美元的新冠救助法案。众议院议长佩洛西表示，众议院的目标是在 2 月底之前通过 1.9 万亿美元的抗疫救助计划。在疫情好转和财政刺激两方面的因素作用下，全球经济复苏预期增强，提供了实际利率回升的基础。

三、美联储可预见的未来仍将维持宽松政策

美联储 1 月议息会议上重申，美联储将在未来继续保持宽松政策。FOMC 认为，在可预见的未来极低的利率和资产购买将是帮助美国经济和劳动力市场复苏的重要条件。

图 7：美联储资产负债表持续扩张

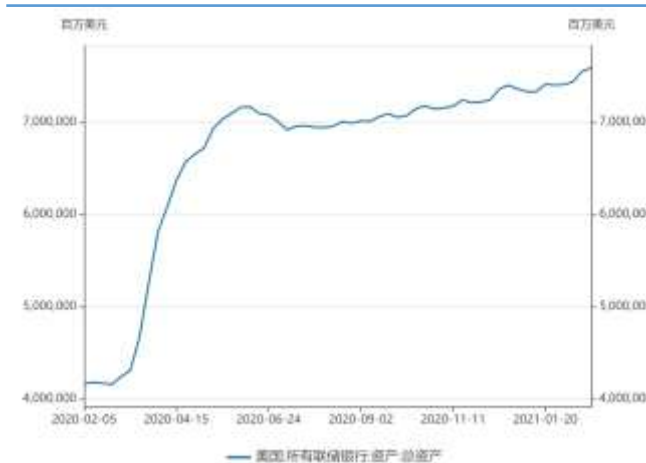
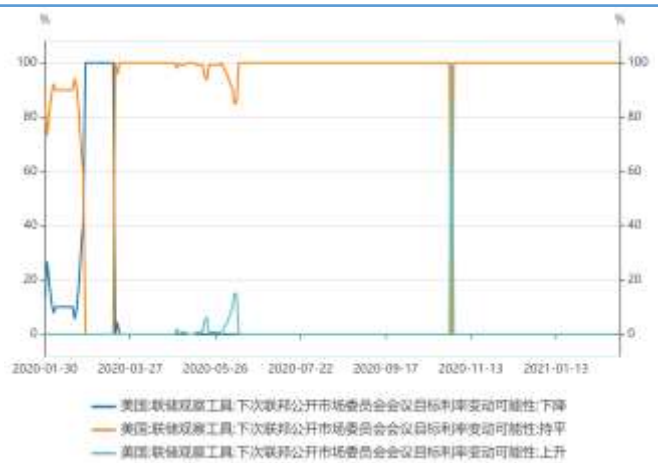


图 8：美联储下一次会议利率变动的可能性



数据来源：WIND，鲁证期货研究所制图

1、目前的经济状况与委员会的长期目标相去甚远，在实现这些目标之前，必须保持政策立场。

2、需要将影响通胀的短期因素“剥离”出来，还强调区分一次性的物价波动以及潜在通胀趋势。与会者普遍认为，随着时间推进，通胀将会上升。由于疫情反复，今年初美国经济和劳动力市场的复苏有所放缓。

3、疫苗接种的进展对于支撑消费者支出进一步增长和更广泛的经济复苏而言至关重要。与会者还注意到了新冠病毒变种毒株、公众对疫苗的潜在抗拒以及疫苗分发和生产困难等因素带来的风险。

4、持续的财政支持有助于帮助受经济衰退影响最广泛的群体应对困难。

5、美国经济可能需要一段时间才能取得实质性进展。在调整资产购买的速度之前，与公众沟通具有重要意义。

四、短期市场利空因素或已充分反映

一、从债券现货市场的角度看，市场或已经反应“事实加息”

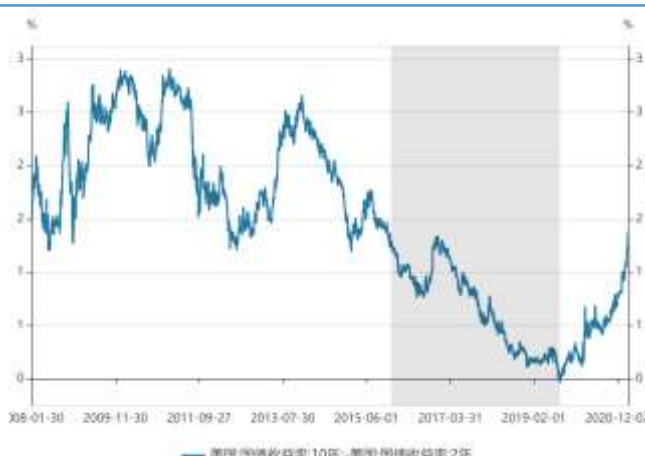
(1) 美国国债竞拍遇冷令国债收益率大幅上升。2月25日美国财政部拍卖620亿美元的七年期国债，但衡量需求的认购倍数从之前的2.305跌至2.045，创历史新低，且远低于此前六次拍卖的认购倍数均值2.35。其中外国央行的间接购买人获配比例从64.10%暴跌至38.06%，创2014年以来最低水平。

(2) 美国国债十年期和两年期利差目前已经达到1.3%，与上一个加息周期的最高水平相当。

图9：美国国债竞拍倍数



图10：美债十年和两年价差反弹至加息周期的最高水平



数据来源：WIND，鲁证期货研究所制图

二、从债券期货市场的角度看，美国国债期货空头交易过于拥挤

近期CBOT国债期货的非商业空头持仓数量持续维持在30万手的历史最高位水平，空头交易的过于拥挤，债券市场的利空已经充分反映。

图11：美国债券期货投机持仓

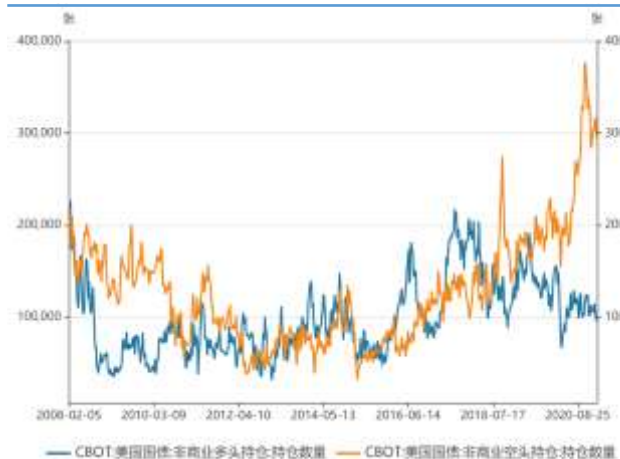
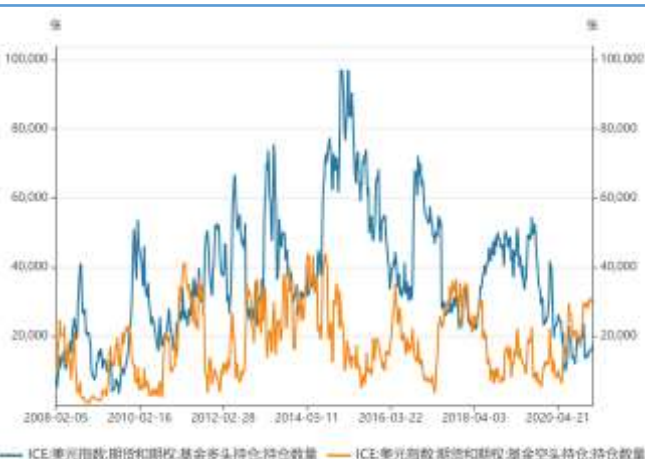


图12：美元指数期货投机持仓



数据来源：WIND，鲁证期货研究所制图

五、黄金中长期仍由利空主导，但短期超跌迹象明显。

黄金价格自8月初黄金见顶以来连续回落，其中主要利空来自于利率的回升，而美元下跌则成为黄金抵抗下跌的因素。油价的连续反弹推升着通胀预期的回升，目前原油价格反弹至疫情爆发之前的水平，继续上升的空间不大；在疫情好转和财政刺激两方面的因素作用下，全球经济复苏预期逐渐增强，提供了实际利率上涨的基础。黄金价格中长期仍由利空主导。

在 1 月 FOMC 会议上，美联储表示在可预见的未来极低的利率和资产购买将是帮助美国经济和劳动力市场复苏的重要条件，但最近债券市场明显却出现反应过度的现象。(1) 美国国债竞拍遇冷令国债收益率大幅上升，七年期国债认购倍数创历史新低；(2) 美国国债十年期和两年期利差目前已经达到 1.3%，与上一个加息周期的最高水平相当；(3) CBOT 国债期货的非商业空头持仓数量持续维持在 30 万手的历史最高位水平，空头交易的过于拥挤。短期市场利空因素或已充分反映，黄金超跌迹象明显，1800 下方不宜继续追空，观望等待是上策。

免责声明

本研究报告仅供鲁证期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为鲁证期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。