

2021年2月4日 星期四



美国经济复苏前景乐观

金银价格将继续承压

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

要点

- 进入2021年，美国新总统拜登顺利上任，美国疫情防控向好，并大力推进新的财政刺激政策。美联储在议息会议上的鸽派表态再次重申维持宽松的货币政策，市场对今年美国经济顺利复苏预期增强，投资者的风险偏好继续抬升。而欧元区依然处于二次疫情的冲击之中，经济可能会二次探底。在欧美经济预期的差异下，美元指数呈现低位反弹之势，这将压制贵金属价格走势。
- 预计2月月份国际金价的主要波动区间将在1700-1880美元/盎司之间，波动率更大的白银价格的波动区间在20-30美元/盎司之间。
- 投资策略建议：金银逢高沽空
- 风险因素：全球疫情再度失控；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、 美国经济复苏放缓，美联储延续货币宽松 | 5 |
| 2、 欧元区第四季度 GDP 好于预期，但二次探底难以避免 | 5 |
| 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 | 9 |
| 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 | 13 |
| 四、行情展望及操作策略： | 13 |

图表目录

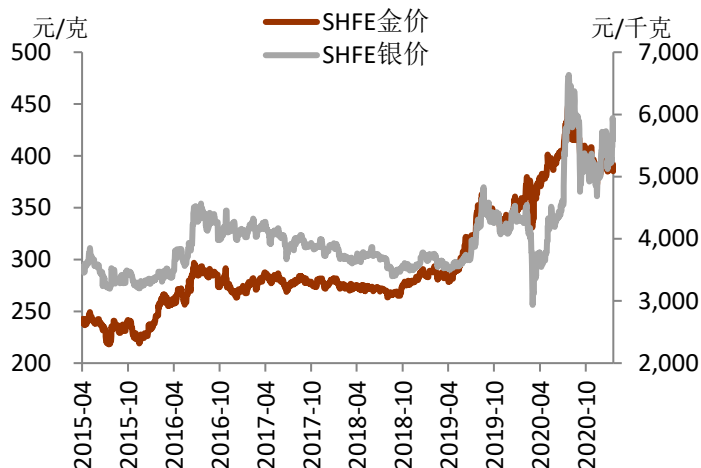
| | |
|-------------------------------|----|
| 图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势..... | 4 |
| 图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势..... | 4 |
| 图表 3 金价与美元指数走势变化..... | 4 |
| 图表 4 金价与美债利率走势变化..... | 4 |
| 图表 5 金价与 VIX 指数的变化..... | 6 |
| 图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化..... | 6 |
| 图表 7 主要经济体 GDP 增速变化..... | 7 |
| 图表 8 美欧经济意外指数变化..... | 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..... | 10 |
| 图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化..... | 10 |
| 图表 20 COMEX 黄金库存变化..... | 11 |
| 图表 21 COMEX 白银库存变化..... | 11 |
| 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..... | 13 |
| 图表 28 CFTC 白银净多头持仓变化..... | 13 |

一、贵金属行情回顾

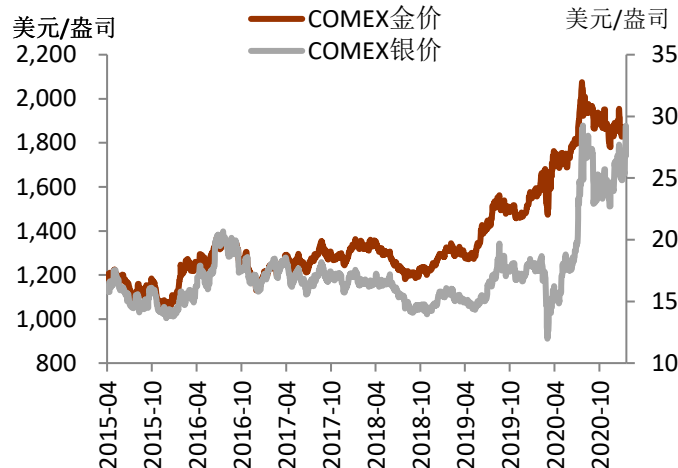
进入 2021 年，贵金属依然延续震荡偏弱的走势。黄金价格重心不断下移，主要因美国新总统拜登上任，市场对今年美国经济市场复苏的预期增强，风险偏好抬升的影响，美元指数低位反弹也压制了金价走势。白银价格的走势略强于金价，因为市场对白银的工业需求增加存在乐观预期。在 1 月底，由于之前抱团逼空 GAME STOP 的散户转战白银，白银价格短期暴涨，迫使美国期货监管机构监控市场。在 CME 提高保证金后，白银价格大幅下跌回吐之前的大部分涨幅，也对黄金价格造成冲击，国际金价进一步下跌至 1800 美元/盎司下方。

人民币兑美元汇率在今年 1 月暂停升值，在 6.4-6.5 之间低位震荡。国内贵金属价格走势弱于外盘的趋势有所缓解。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

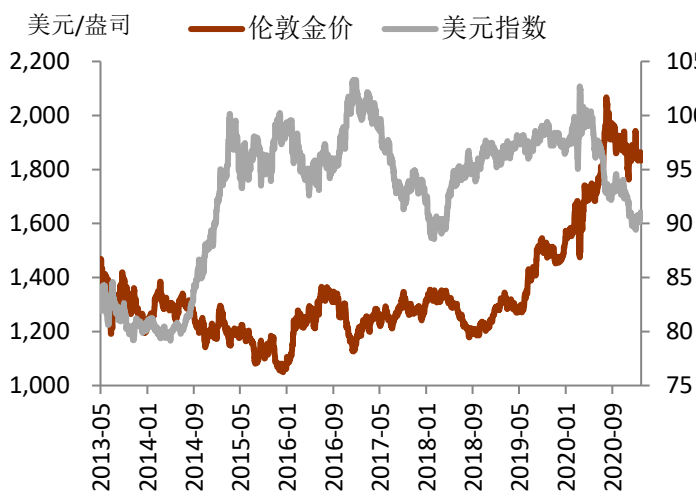


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势

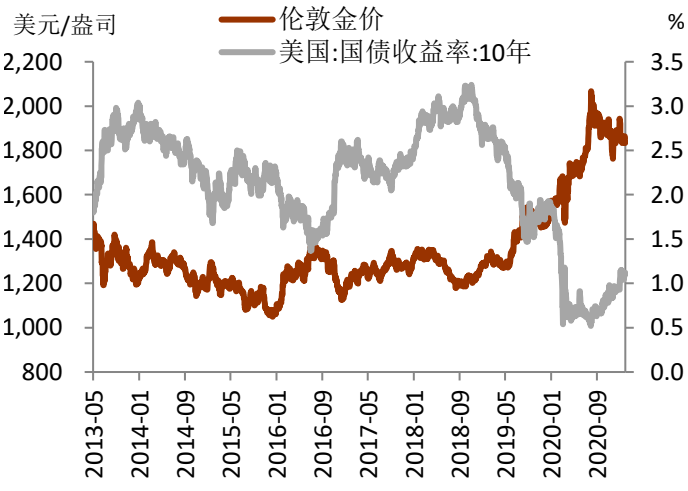


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

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，美国新总统拜登顺利上任，美国疫情防控向好，市场对拜登政府推进新的刺激政策的预期强烈。在经济复苏的预期下，市场的风险偏好继续抬升，而欧元区的依然处于二次疫情的冲击之中，在欧美经济预期的差异下，美元指数呈现低位反弹之势。

1、美国经济复苏放缓，美联储延续货币宽松

2020 年第四季度美国经济复苏放缓，第四季度实际 GDP 环比折年率初值 4%，与预期相同，但前值 33.1%大幅下降。2020 年全年美国经济萎缩 3.5%，是 2008 年国际金融危机以来首次出现全年萎缩，为 1946 年以来最差表现。分项来看，消费、投资在三季度强力反弹之后正常回落，出口对经济的贡献减弱，进口对经济的拖累也减弱。私人投资是四季度美国经济的主要拉动力，反映了企业对经济前景持乐观态度。美联储持续宽松的货币政策促使房地产市场需求抬升，而去年二三季度在疫情影响下开工较少，需求的强劲和库存的大幅减少导致房价快速抬升，房地产的上行也是拉动经济的重要动力。由于疫情的持续蔓延，疫苗接种相对缓慢，消费者信心受到压制，美国 1 月密歇根大学消费者信心指数跌至 79。

2021 年 1 月美国 ISM 制造业 PMI 回落至 58.7，虽然环比高位回落，但是依然远高于荣枯线，制造业企业活动表现依然强劲，可以提供较强的经济复苏动力。分项来看，订单、产出和库存分项指数的增幅环比放缓，凸显了 2020 年末疫情再度恶化对制造业的干扰。就业分项指数环比出现增长且保持在扩张区间，即将公布的美国 1 月非农就业数据可能会好于预期。制造业 PMI 的边际走弱不改变经济复苏的整体趋势，也利好美元指数的短期走势。

美联储在 2021 年首次利率会议维持零利率及每月 1200 亿美元的 QE 速度。鲍威尔再次重申现在讨论缩减购债为时尚早，并承诺在退出 QE 前，美联储会向市场发出警告。美联储本次鸽派表态再次稳定了市场对宽松货币政策的预期。结合四季度数据和 1 月美联储议息会议，印证了短期美联储不会轻易退出 QE，疫情和疫苗仍然是货币政策和财政政策变化的分水岭。

拜登上任后美国疫情防控态势向好，其 2021 年 1 月的非制造业 PMI 数据较上个月回升 1.0 个百分点至 58.7。目前市场焦点是疫苗接种进度，一般情况下，第一、二剂疫苗要间隔 14 天，疫苗打完约两至三周后才有抗体，因此至少在接种后一个月才能形成抗体，目前境外至少要到 3 月才有望看到经济复苏的趋势。接下来拜登政府将会致力于 1.9 万亿元财政刺激政策的通过，从而提振美国受疫情冲击震荡的经济。

2、欧元区第四季度 GDP 好于预期，但二次探底难以避免

受二次疫情和再次封锁影响，欧元区第四季度 GDP 年率初值录得-5.1%，略好于市场预期的-5.3%，较第三季度的-4.3%仍出现回落，处在双底衰退的边缘。据欧洲统计局统计，欧

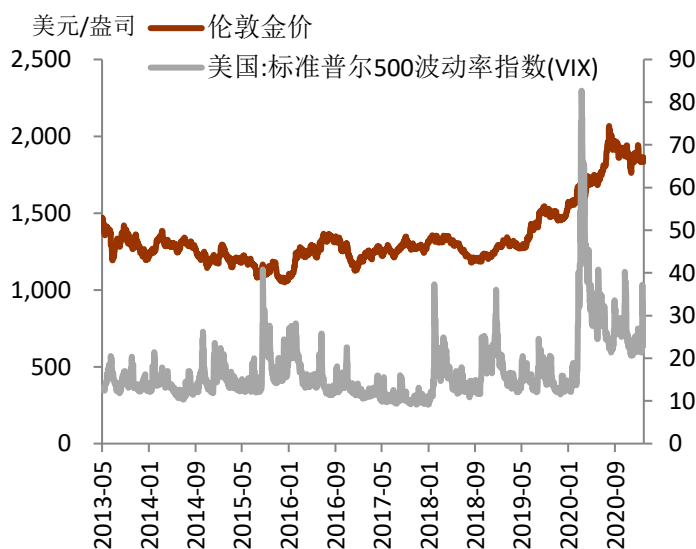
欧元区 2020 年 GDP 全年增速萎缩 6.8%，增速远低于全球和美国 3.5% 的萎缩增速。欧元区核心经济体-德国和法国，四季度经济表现均超预期，特别是德国经济环比小幅增长，为欧元区经济表现超预期提供核心支撑。

当前欧元区依然受到二次疫情的严重冲击，欧洲累积确诊病例已经达到 3000 万例以上，是全球疫情最为严重地区之一。尽管欧元 1 月 PMI 位 54.8% 有所回落，仍保持了较强的扩张态势，但服务业受疫情的干扰依旧严重。再加上变异毒株持续的冲击，预计今年欧元区一季度 GDP 依然会偏弱，将会出现二次探底趋势。疫苗的广泛接种将会逐步改变这一疲弱态势，预计二季度开始特别是三季度，经济将会进入强势复苏中。

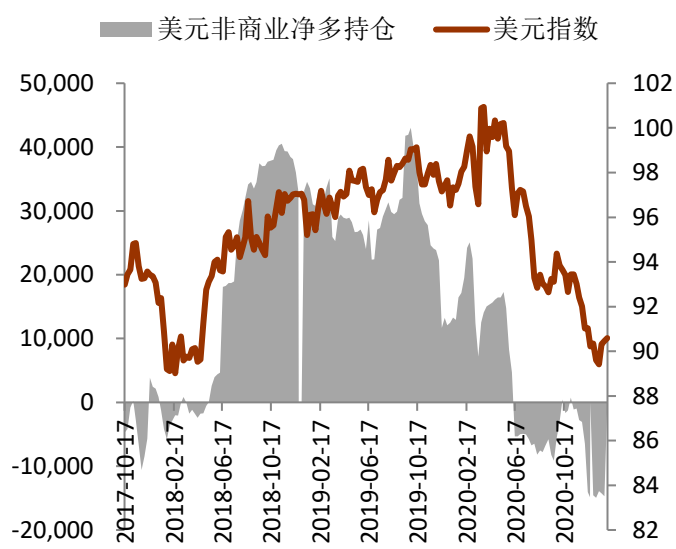
当前，英国协议脱欧顺利完成，英欧经济关系得以协议重塑，疫苗的接种将会大大缓解疫情风险，全球经济持续复苏，有效需求大幅增加将会助力欧元区制造业的复苏，为经济增长提供动力。基于疫情的有效防控和协议脱欧的影响，预计 2021 年欧元区经济则会大幅修复反弹，世界主要经济组织和主要投行的预测区间在 4%-5.5%。

货币政策方面，欧洲央行在疫情冲击与流动性陷阱困境下没有进一步的降息，而是采取一篮子量化宽松政策，最近的欧洲央行议息会议维持总规模 1.35 万亿欧元的购债规模，依然强调将会动用所有工具来应对疫情和经济。

图表 5 金价与 VIX 指数的变化

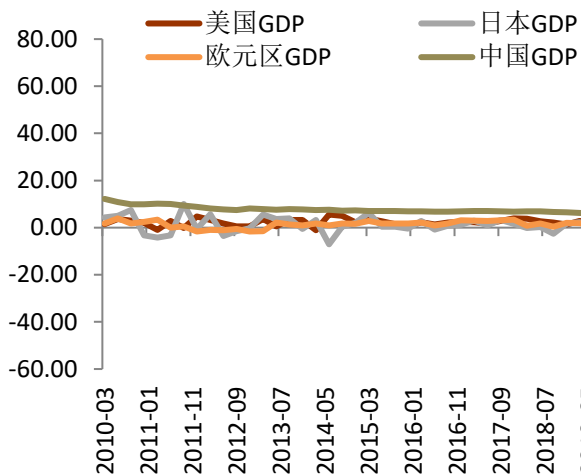


图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化

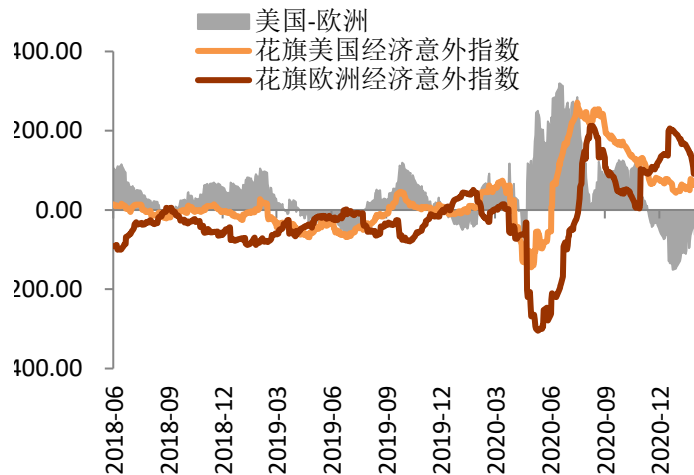


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 主要经济体 GDP 增速变化

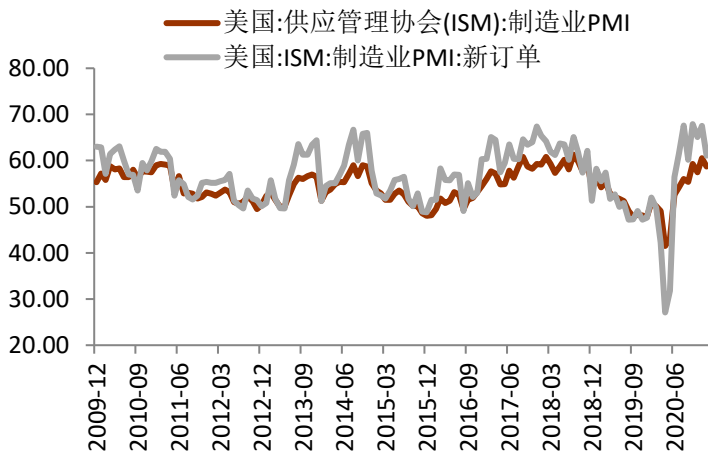


图表 8 美欧经济意外指数变化

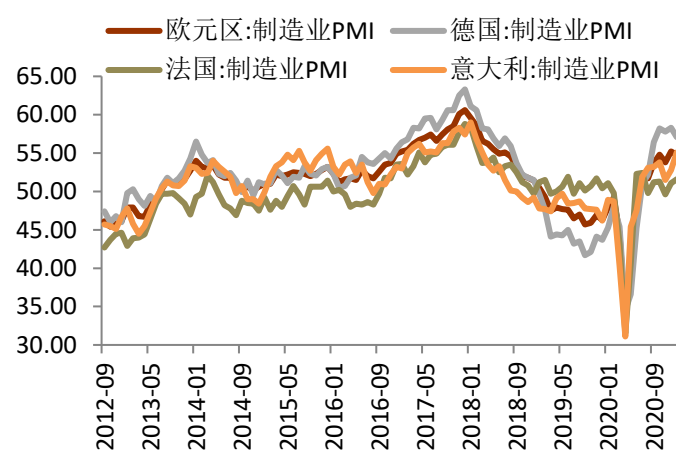


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

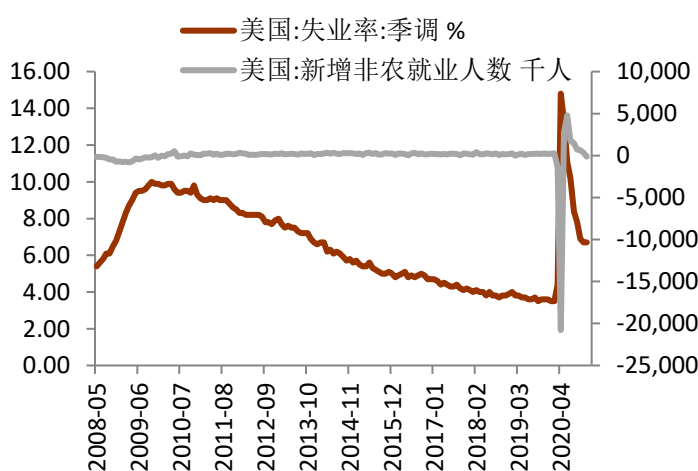


图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化

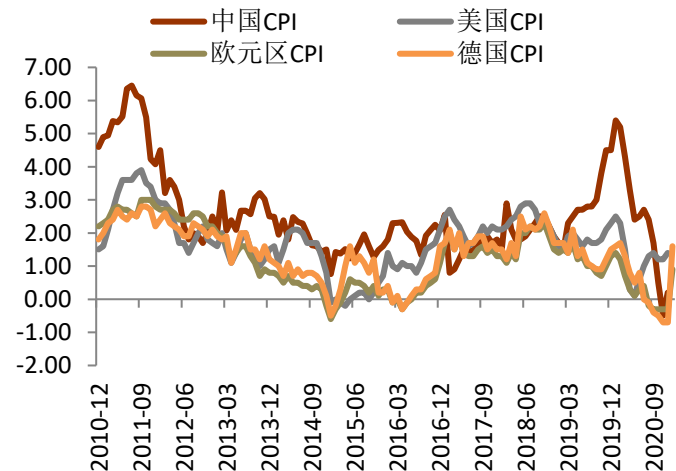


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

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

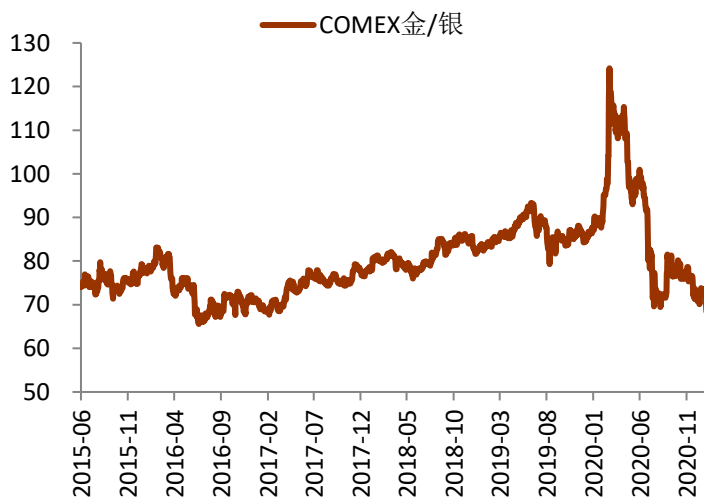
1、金银比价变化

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，并在 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，金银比价的波动率加大，COMEX 金银比价与沪金银比价在 8 月底最低分别回落至 67 和 69 一线。近几个月金银价格一直处于调整格局，金银价格的波动率下降，COMEX 金银比价一直在 70-80 之间震荡运行。

在今年 1 月 28 日，美国网络论坛 Reddit 分论坛 Wallstreetbets (WSB) 散户发起白银逼空狂潮，一度推动国际白银价格大涨突破 30 美元/盎司。于此同时，国际金价并未明显跟涨，价格重心反而下移。2 月 1 日，CME 宣布将白银期货交易的保证金提高至 18%，白银随即出现大幅回落。也有机构认为此次白银逼空大战并非像 GME 一样是散户主导，而是有投行势力刻意为之。今年 1 月底散户逼空白银暴涨导致金银比价快速回落，在 2 月 1 日 COMEX 金银比价最低下挫至 63 一线。

当前白银炒作的热潮正在褪去。今年白银的工业需求，特别是光伏领域的需求能否继续快速抬升是影响金银比的重要因素。如预期兑现，则白银的工业属性的价值将大幅提升，利好金银比继续修复。

图表 13 COMEX 金银比价变化



图表 14 沪期金银比价变化



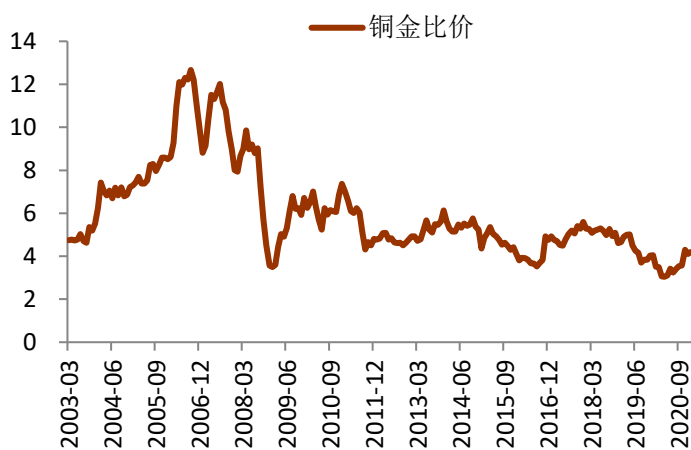
资料来源：Wind，铜冠金源期货

2、铜金比价变化

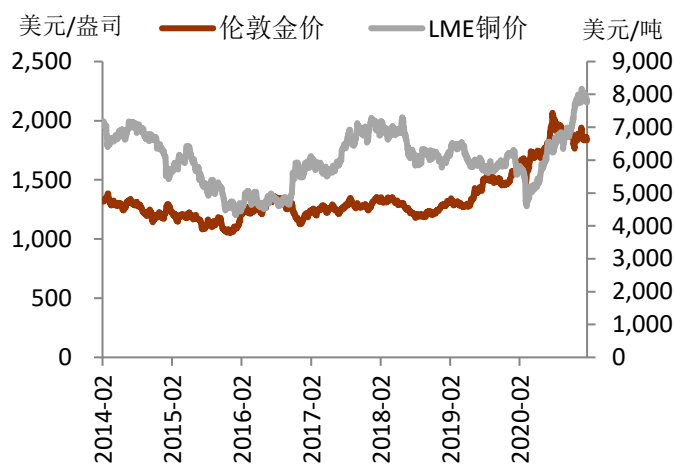
铜作为最主要的基本金属，兼具金融属性和工业属性，其价格走势反映了工业品的整体变化趋势。铜价/黄金的比价可以代表铜剔除金融属性之后的工业属性的强弱变化。

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 4.28 一线，但依然处于低位。这反映了剔除金融属性之后的工业品价格其实并没有大幅上涨，反而处于相对低位。

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

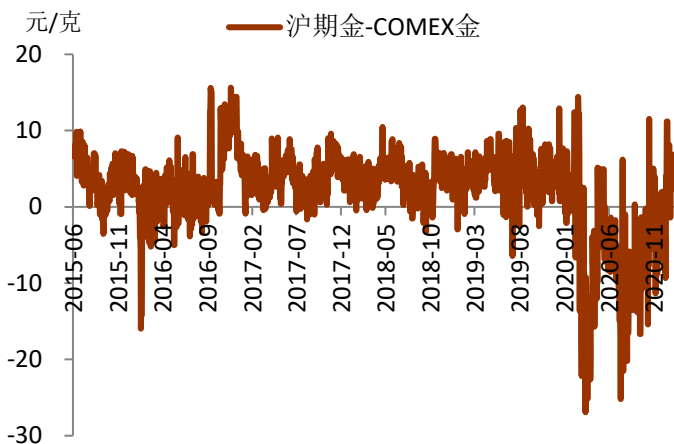
从 2020 年 5 月底开始，人民币兑美元汇率持续升值，2020 年离岸人民币兑美元的汇率升值超过 9%。中国人民银行决定自 2020 年 10 月 12 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20% 下调为 0。政策调整已经有效减弱了市场对后期人民币升值的预期。进入 2021 年 1 月，人民币单边升值的趋势暂缓，人民币兑美元汇率在 6.4-6.5 之间窄幅震荡。

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。由于中国疫情控制良好、经济复苏预期更强，相对于海外更值得期待，人民币中长期升值的基本面仍然存在。

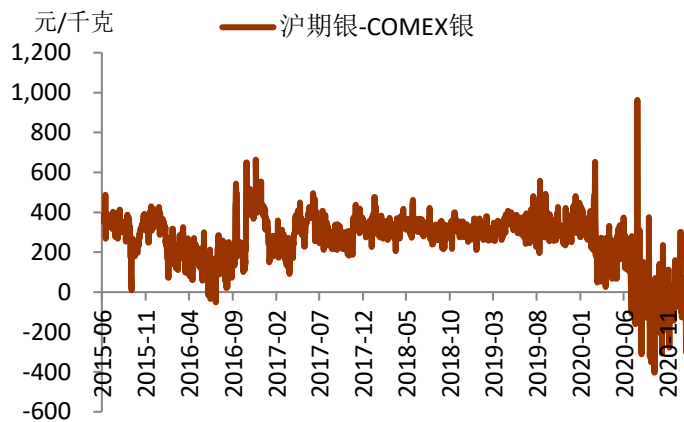
在今年 1 月底美国散户逼空白银的时候，白银出现了罕见的现货价格对期货升水的情况。这种现货溢价仅会出现在由于低库存或当前现货供应少而导致商品市场短期紧张的情

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，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

在 2020 年 3 月底 CME 改进交易机制扩大可交割品种之后，COMEX 黄金期货的库存从前期一直不足 1000 万盎司的水平，在 4 个月内迅速增加至 7 月份的 3600 万盎司以上。增加的库存中大部分都是新纳入交割品种的 400 盎司的金条。之后 COMEX 黄金期货的库存仍呈缓慢增加的趋势。截至 2021 年 2 月 3 日，COMEX 黄金期货的库存已经达到 3736.6 万盎司，合计约 1217 吨，比上个月的库存小幅增加 2.55%，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。目前 COMEX 有约 4 亿盎司，合计约 12434 吨，比上月略增 0.82%，比去年同期增加 24.2%，白银库存不断创历史高位。

对于近期的美国散户逼空白银的事件，从大宗商品的库存角度来看，COMEX 拥有超过 12000 多吨的白银库存，能够满足大量的现货交割需求，银价不具备逼空的基础。

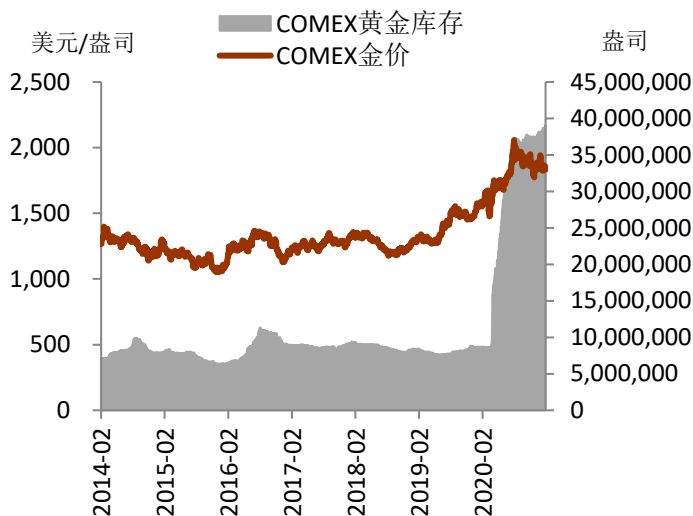
国内两大交易所的白银库存也处于高位。11 月份，上海黄金交易所的白银库存从 2020 年 9 月初 5280 吨的历史高点继续减少，目前已降至 4000 吨的水平，而上海期货交易所的库存则继续呈现增加的态势，目前有 2815 吨。目前国内两大交易所的白银库存从 7000 吨以上的历史高位小幅下降至 6835 吨。

图表 19 COMEX 贵金属库存变化

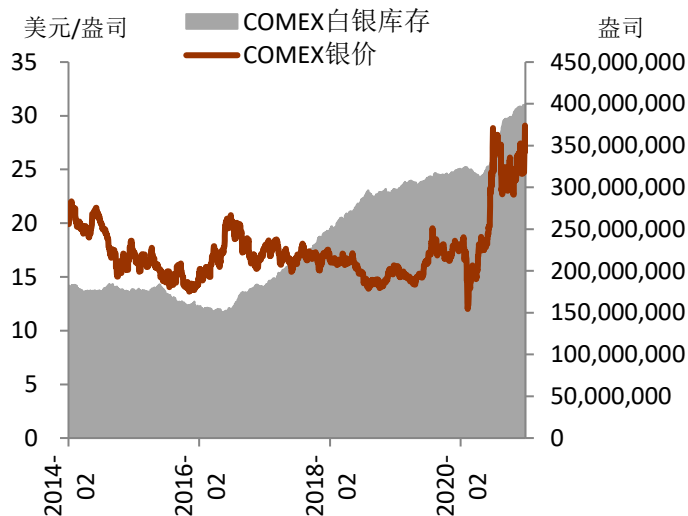
| | 2020/2/5 | 2021/1/5 | 2021/2/3 | 较上月 增减 | 变化 率 | 较去年增 减 | 变化率 |
|---------|----------|-------------|-------------|-----------|---------|-----------|---------|
| 黄金(盎司) | 8714274 | 38155168.87 | 39129196.83 | 974028 | 2.55% | 30414923 | 349.02% |
| 白银(千盎司) | 321881.2 | 396532.91 | 399777.56 | 3245 | 0.82% | 77896 | 24.20% |

资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 20 COMEX 黄金库存变化

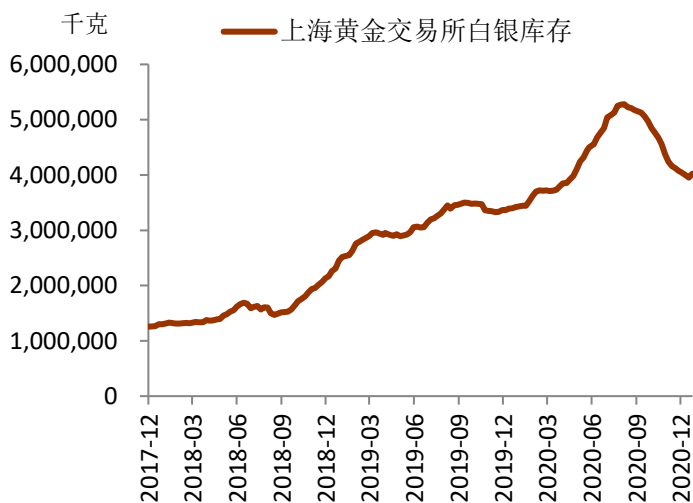


图表 21 COMEX 白银库存变化

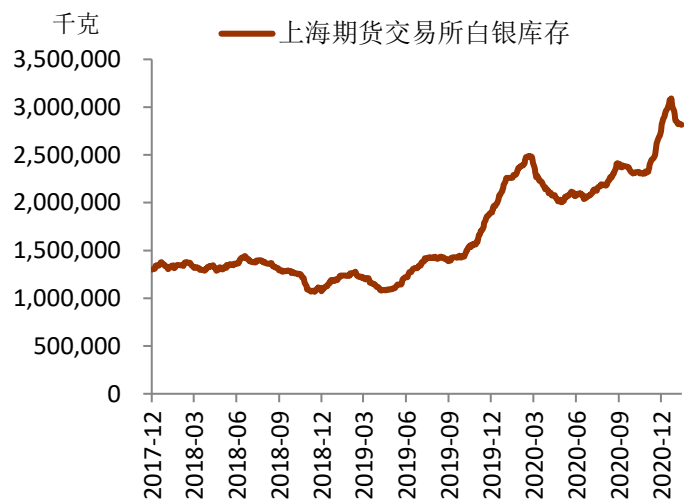


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

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 2020 年 2 月 3 日,全球最大的黄金 ETF - SPDR Gold Trust 持金量为 1157 吨,已经连续三个月下降,但比去年同期大幅增加了 21%。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。截至 2021 年 2 月 3 日，全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 21068 吨，比上个月增加 17.5%，但比去年同期大幅增加了 46%。

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。

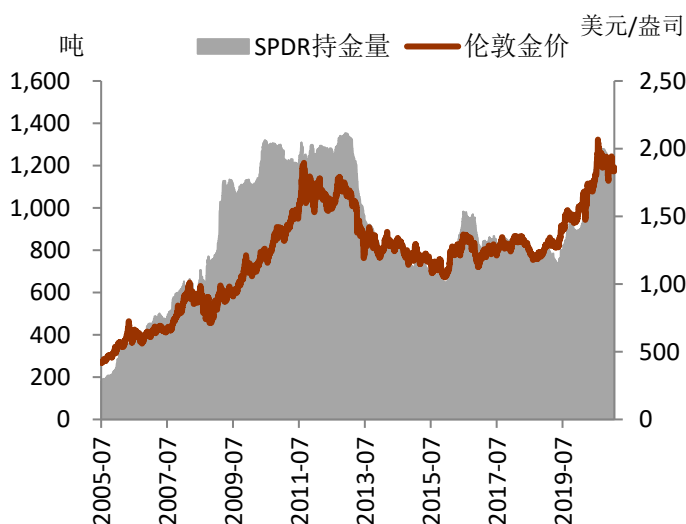
近期的美国散户逼空狂潮也带动了白银 ETF 投资的增加。美国论坛 Reddit 上最初的帖子指示投资者专注于购买 iShares Silver Trust ETF。从资金监控来看，iShares Silver Trust ETF 和其他白银 ETF 和基金都在 1 月 28 日反弹的第一天反而出现了资金外流。但在接下来的两个交易日，即 1 月 29 日和 2 月 1 日，iShares ETF 的资金流入达到了历史高位，与此同时，其它白银 ETF 和基金也出现了类似规模的资金流出。虽在 3 个交易日白银价格的波动高达 20%，但目前看来美国散户转向逼空白银并没有像此前 GME 逼空那般失控。

图表 24 贵金属 ETF 持仓变化

| 单位：吨 | 2020/2/4 | 2021/1/6 | 2021/1/27 | 2021/2/3 | 较上周 增减 | 较上月增减 | 较去年增 减 |
|--------------|----------|----------|-----------|----------|-----------|--------|-----------|
| ETF 黄金总持仓 | 2643.2 | 3341.1 | 3332.2 | 3324.7 | -7.6 | -16.4 | 681.5 |
| SPDR 黄金持仓 | 912.6 | 1186.8 | 1173.3 | 1157.5 | -15.8 | -29.3 | 244.9 |
| ETF 白银总持仓 | 18989.1 | 27745.4 | 28280.4 | 31695.6 | 3415.2 | 3950.2 | 12706.5 |
| ishares 白银持仓 | 11024.2 | 17378.0 | 17830.9 | 21067.8 | 3236.9 | 3689.8 | 10043.6 |

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

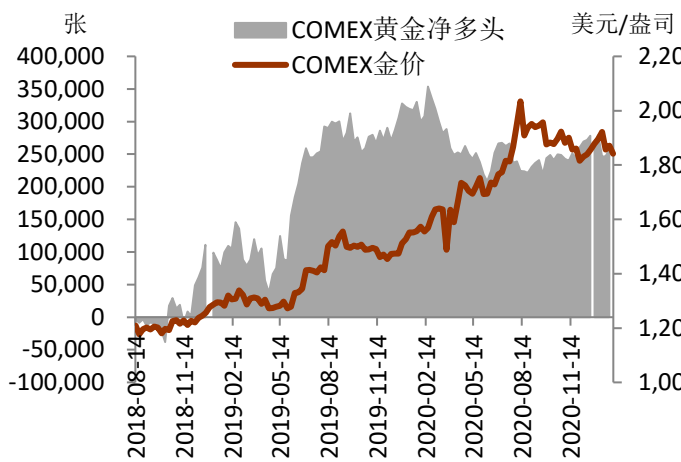


资料来源：Wind，铜冠金源期货

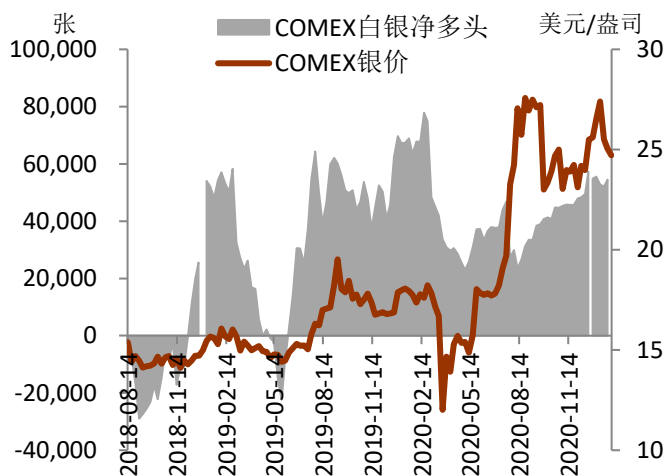
6、CFTC 持仓变化

进入 2021 年之后，金银价格持续走弱，也伴随着 COMEX 黄金白银期货的非商业性净多单的持仓的减少。根据 CFTC 公布的最新数据，截至 2021 年 1 月 26 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 257546 张；而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 54460 张。整体而言，近期金银的持仓变化不大，但比 2021 年 2 月 18 日的净多单持仓高点均大幅减少。

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：

进入 2021 年，美国新总统拜登顺利上任，美国疫情防控向好，并大力推进新的财政刺激政策。美联储在议息会议上的鸽派表态再次重申维持宽松的货币政策，市场对今年美国经济顺利复苏预期增强，投资者的风险偏好继续抬升。而欧元区依然处于二次疫情的冲击之中，经济可能会二次探底。在欧美经济预期的差异下，美元指数呈现低位反弹之势，这将压制贵金属价格走势。

预计 2 月月份国际金价的主要波动区间将在 1700-1880 美元/盎司之间，波动率更大的白银价格的波动区间在 20-30 美元/盎司之间。

投资策略建议：金银逢高沽空

风险因素：全球疫情再度失控；美国经济复苏不及预期

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。