



金融属性 VS 商品属性，贵金属或下探 支撑

长安期货有限公司

2021 年 2 月

金融属性 VS 商品属性，贵金属或下探支撑

观点：

一月前两周，由于拜登胜选得到美国国会确认以及民主党控制参议院，美国政治不确定性下降，刺激计划进一步出台的预期抬升，叠加疫苗的普及接种，市场押注美国经济强劲复苏，美债收益率和美元大幅反弹，美股也延续上涨势头，利空贵金属期价。此后随着利空兑现，加上美国疫情持续恶化，日新增死亡人数连破记录，拜登1.9万亿美元财政刺激政策迟迟不能落地，美联储也再度强调在经济复苏和通胀达到目标之前仍将保持宽松的货币环境和资产购买规模，美元指数和美债收益率重回弱势，贵金属期价逐步企稳并有所反弹。

展望2月，从交易所库存、ETF持仓量以及白银工业品属性来看，白银期价表现或强于黄金。而从金银比来看，2月黄金期价波动或大过白银；从COMEX非商业及基金持仓分析来看，2月贵金属期价仍存向上可能。

但从宏观环境来看，经济先行数据显示美国经济仍处于扩张区间，尤其是从近期美国疫情数据来看，单日新增确诊病例数明显回落，美国经济在疫情逐步受控的背景下存在复苏的基础，因而美债收益率及美元指数仍存上行空间或压制贵金属期价。此外，一旦美国财政刺激计划迟迟不能落地，市场期待的通胀预期或大打折扣，贵金属期价也或因此承压。从汇率角度来看，由于美元处于反弹通道，人民币升值动能或有所减弱，以人民币计价的上期所黄金和白银期价或弱于同期外盘贵金属期价。



此外，结合技术面来看，上期所黄金期价或存下探375元/克甚至360元/克支撑的可能，而白银期价则存在下破均线多头

研发&投资咨询

马舍瑞夫

从业资格号：F3053076

投资咨询号：Z0015873

 : 13609165859 : masheruifu@cafut.cn

地址：西安市浐灞大道1号浐灞商务中心二期四层

电话：400-8696-758

网址：www.cafut.cn

排列并测试5250元/千克支撑的可能。

综合来看，2月贵金属期价或震荡回落，但下方或存支撑，尤其是白银期价不排除再度上冲动能。因而，投资者可对黄金以偏空短差操作为主；对白银在偏空短差操作的同时择机逢低试多，抓取波段收益。均需注意止盈止损。

风险点：美元指数及美债收益率回落、美股回调及地缘政治风险发酵等。

一、2021年1月行情回顾

(一) 行情回顾

一月前两周，由于拜登胜选得到美国国会确认以及民主党控制参议院，美国政治不确定性下降，刺激计划进一步出台的预期抬升，叠加疫苗的普及接种，市场押注美国经济强劲复苏，美债收益率和美元大幅反弹，美股也延续上涨势头，利空贵金属期价。此后随着利空兑现，加上美国疫情持续恶化，日新增死亡人数连破记录，拜登 1.9 万亿美元财政刺激政策迟迟不能落地，美联储也再度强调在经济复苏和通胀达到目标之前仍将保持宽松的货币环境和资产购买规模，美元指数和美债收益率重回弱势，贵金属期价逐步企稳并有所反弹。截至 1 月 29 日收盘，COMEX 黄金 1 月收跌 2.72%，白银收涨 2.02%；上期所沪金主连合约 1 月收跌 1.68%，沪银主连合约收跌 1.92%。

图 1：COMEX 黄金期货主力连续合约日 K 线图



资料来源：文华财经，长安期货

图 3：上期所黄金期货主力连续合约日 K 线图



请务必阅读正文后的免责声明部分！

图 2：COMEX 白银期货主力连续合约日 K 线图



资料来源：文华财经，长安期货

图 4：上期所白银期货主力连续合约日 K 线图



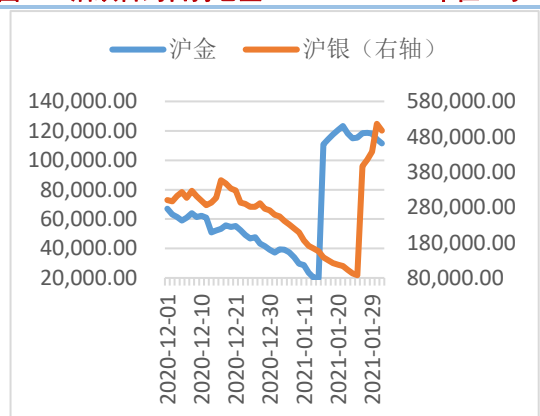
资料来源：文华财经，长安期货

资料来源：文华财经，长安期货

(二) 持仓量与成交量

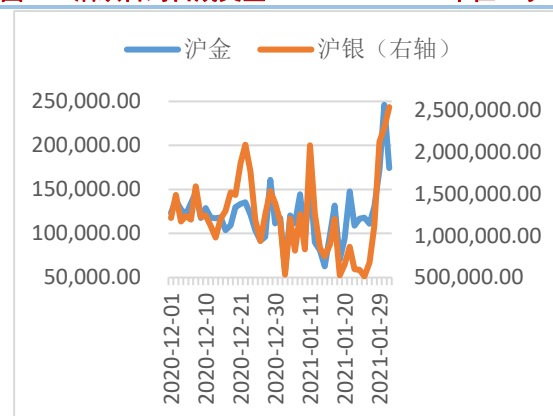
1月沪金、沪银主力合约迎来换月，受此影响活跃合约持仓量先跌后涨，不考虑换月因素，1月贵金属持仓量显著高于12月；从成交量来看，1月波动较12月更大，且临近月末成交量也明显增加。由于1月市场主要在博弈美国经济复苏和纾困政策的变化，美元和美债收益率走势出现波动，导致贵金属期价也波动较大，这也是1月贵金属持仓和成交量加大以及波动较大的原因所在。2月来看，虽然美国政权已完成过渡，但针对经济以及政策取向的博弈或将持续；然而，受国内春节假期因素的扰动，投资者针对贵金属类的国际品种或更为谨慎，因而2月贵金属整体持仓和成交量或边际回落。

图 5：活跃合约日持仓量 单位：手



资料来源：WIND，长安期货

图 6：活跃合约日成交量 单位：手



资料来源：WIND，长安期货

二、影响因素分析

(一) 宏观基本面分析

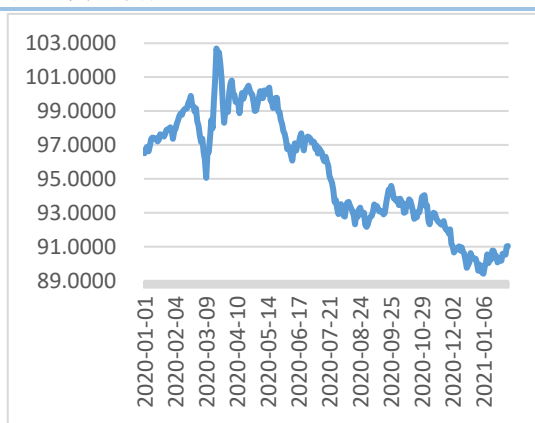
1月由于拜登胜选得到美国国会确认并正式就任新一届美国总统，同时民主党控制参议院，美国政治不确定性下降，刺激计划进一步出台的预期抬升，叠加疫苗普及接种，市场普遍押注美国经济强劲复苏，美债收益率和美元出现大幅反弹，美股也延续上涨势头，利空贵

金属期价。而此后随着上述利空兑现，加上美国疫情持续恶化，日新增死亡人数连破记录，拜登提出的 1.9 万亿美元财政刺激政策则遭到国会共和党议员反对，迟迟不能落地，美联储也再度强调在经济复苏和通胀达到目标之前仍将保持宽松的货币环境和资产购买规模，美元指数和美债收益率重回弱勢，贵金属期价也逐步企稳，1 月 COMEX 白银期价甚至最终翻红收涨。

目前来看，美元指数已反弹至 91 上方，为 2 个多月来高位；长端美债收益率 1 月底重拾升势，短端美债收益率仍在低位徘徊，显示市场仍在美联储维持现有政策的基础上仍押注美国经济逐步复苏。而最新的经济先行指标显示，美国 1 月制造业 PMI 环比回落、非制造业环比增长，且均处于荣枯线上方，美国经济处于扩张区间；尤其是从近期美国疫情数据来看，单日新增确诊病例数明显回落，显示美国经济在疫情逐步受控的背景下存在复苏的基础，美债收益率及美元指数仍存上行空间或压制贵金属期价；而随着经济逐步复苏，美联储政策转向也或进一步压制贵金属期价，当然美联储政策转向仍需时日。此外，拜登 1.9 万亿美元财政刺激计划目前遭到国会共和党议员的明确反对，但拜登仍执意不改变目前的纾困方案和援助数额，这显然将增加了刺激计划落地的难度和时间，而一旦财政刺激计划迟迟不能落地，市场期待的通胀预期或大打折扣，贵金属期价也或因此承压。

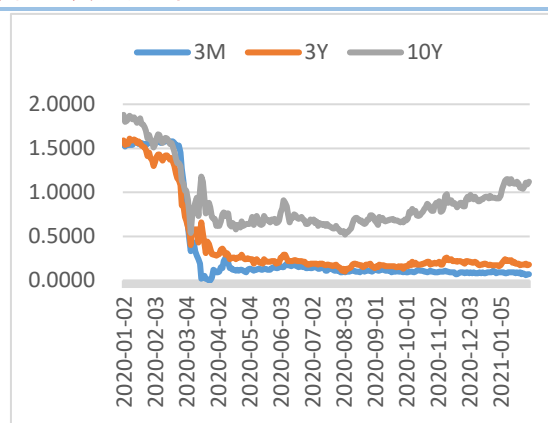
从国内宏观环境来看，新公布的我国 1 月制造业和服务业 PMI 均环比回落，显示受疫情局部反弹以及临近春节假期的影响，我国经济供需两端受到抑制，经济复苏动能边际回落。但总体来看，PMI 仍处于扩张区间，且未来随着海外经济体逐步复苏以及我国实施内外循环扩内需战略并逐步形成新发展格局，供需仍存进一步改善预期。此外，从汇率角度来看，由于美元处于反弹通道，人民币继续升值动能或有所减弱，以人民币计价的上期所黄金和白银期价或弱于同期外盘贵金属期价。

图 7：美元指数



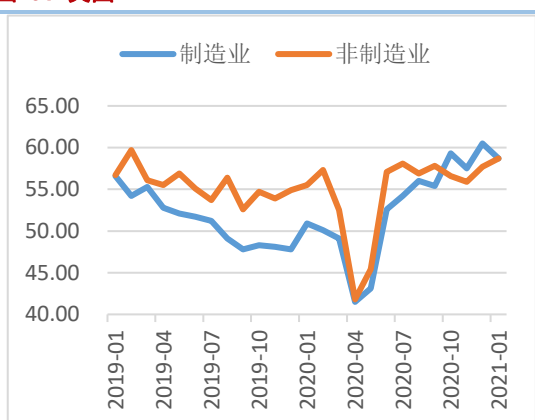
资料来源：WIND，长安期货

图 8：美债收益率



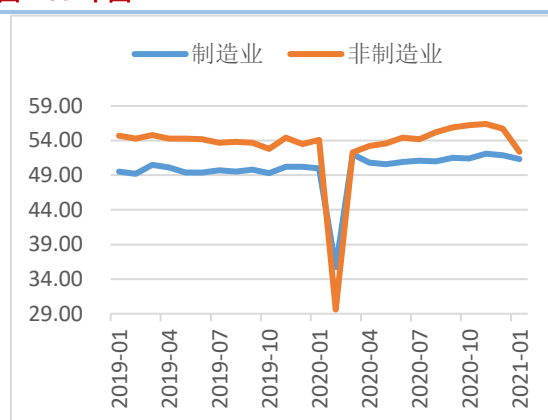
资料来源：WIND，长安期货

图 9：美国 PMI



资料来源：WIND，长安期货

图 10：中国 PMI

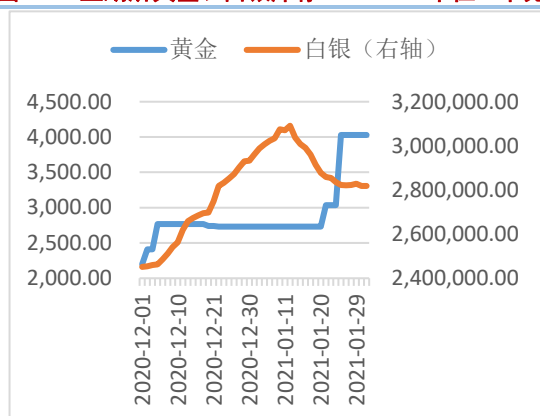


资料来源：WIND，长安期货

（二）交易所库存分析

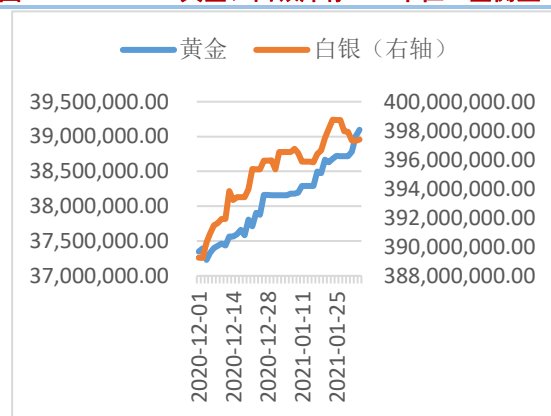
从交易所库存来看，1 月上旬所黄金库存明显增加，而白银库存则有所回落，但总的来看黄金和白银库存都处在近年来的高位；COMEX 黄金和白银 1 月库存不仅较去年 12 月有所增加，同时截至 1 月末的库存量也是近 10 年来的高位。2 月来看，上期所贵金属库存受春节假期影响或变化不大；而从 COMEX 黄金和白银库存来看，目前已处于 10 年来高位，但白银库存相较黄金有下滑趋势，或可以预见 2 月白银表现或强过黄金。

图 11: 上期所黄金、白银库存 单位: 千克



资料来源: WIND, 长安期货

图 12: COMEX 黄金、白银库存 单位: 金衡盎司

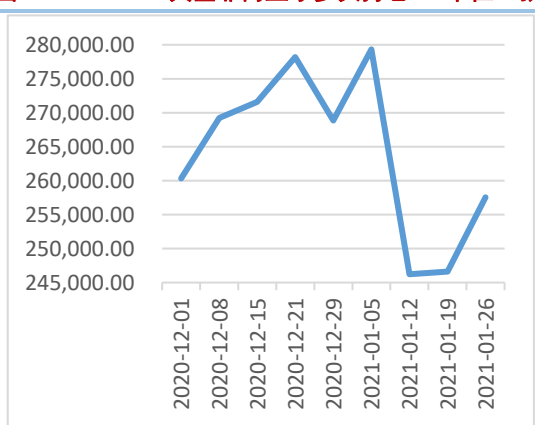


资料来源: WIND, 长安期货

(三) COMEX 非商业及基金持仓分析

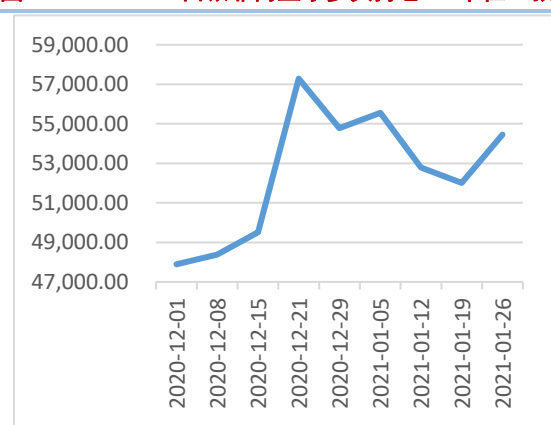
COMEX 贵金属非商业及基金净多头持仓一般反应了投机多头的力量。从目前数据来看, 虽然 1 月 COMEX 黄金和白银非商业净多头持仓以及基金净多头持仓均较 12 月有所回落, 但从 1 月下旬开始, COMEX 贵金属非商业和基金净多头持仓出现明显的反弹趋势。2 月来看, 非商业和基金多头持仓仍处在上升通道, 空头持仓则仍现下行趋势, 因而 COMEX 非商业及基金净多头持仓或延续目前的上行趋势, 或利多贵金属期价。

图 13: COMEX 黄金非商业净多头持仓 单位: 张



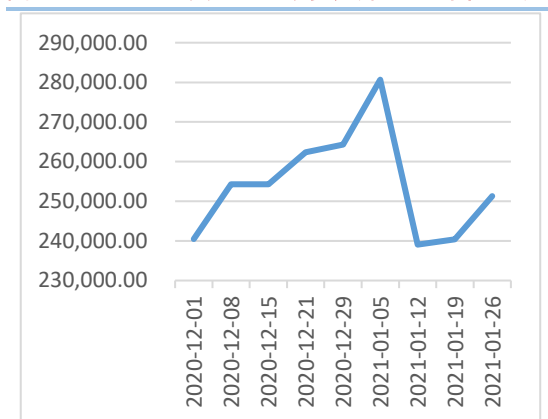
资料来源: WIND, 长安期货

图 14: COMEX 白银非商业净多头持仓 单位: 张



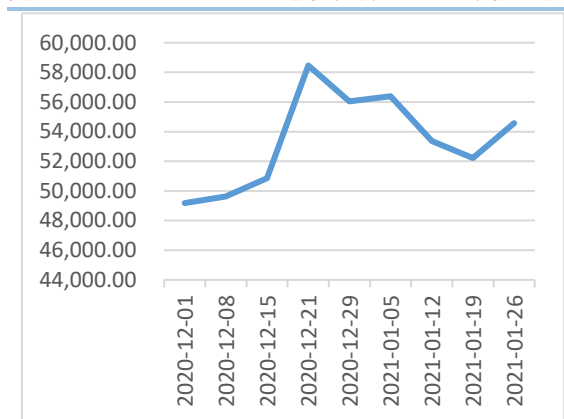
资料来源: WIND, 长安期货

图 15: COMEX 黄金基金净多头持仓 单位: 张



资料来源: WIND, 长安期货

图 16: COMEX 白银基金净多头持仓 单位: 张



资料来源: WIND, 长安期货

(四) ETF 持仓量分析

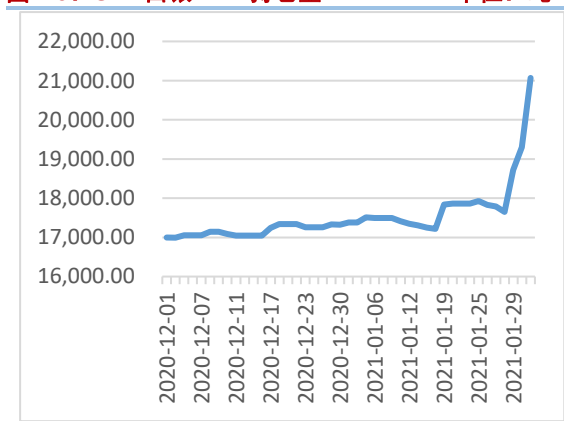
从 SPDR 黄金和 SLV 白银 ETF 持仓走势来看, 二者刚好相反。SPDR 黄金 ETF 持仓 1 月较去年 12 月显著回落, 而 SLV 白银 ETF 持仓则在 1 月末和 2 月初强势拉升, 虽然这其中或有华尔街散户逼空资金的参与, 但整体趋势来看白银 ETF 持仓向上而黄金向下, 2 月这种趋势有继续延续的可能, 因而 2 月白银期价表现或强于黄金。

图 17: SPDR 黄金 ETF 持仓量 单位: 吨



资料来源: WIND, 长安期货

图 18: SLV 白银 ETF 持仓量 单位: 吨



资料来源: WIND, 长安期货

(五) 金银比分析

从金银比关系来看, 上期所和 COMEX 都位于一年多来的低位, 事实上把时间周期放长到 5 年的话, 目前 60 多的金银比也处在低位。而 1 年来和 5 年来金银比均值均在 80 以

上，根据均值回归的思想，未来金银比向上修复可能性较大，但也不排除维持现状，因而 2 月黄金期价波动或大过白银。

图 19：上期所金银比



资料来源：WIND，长安期货

图 20：COMEX 金银比

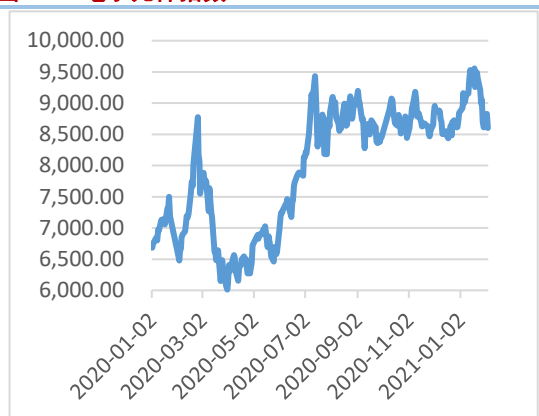


资料来源：WIND，长安期货

（六）白银工业品属性分析

白银一般在经济复苏阶段的工业品属性要强于金融属性，随着美国经济的逐步复苏，白银下游工业品需求也将抬升，有助于提振白银表现；而拜登政府上台前就重视可再生能源的发展，上台后更是立即带领美国重回气候变化巴黎协定，这也将使得白银需求端的提振更进一步。

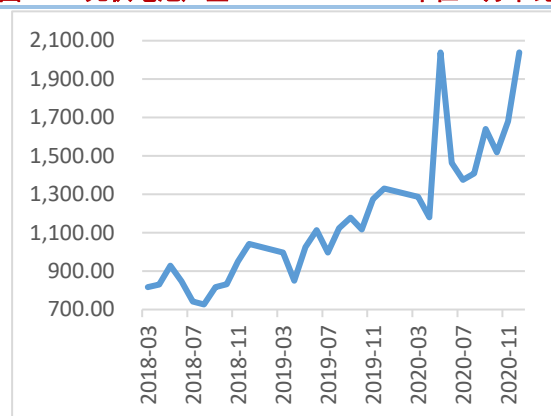
从国内来看，白银下游工业品属性中的需求端主要体现在电子元件和光伏电池上。从 WIND 电子元件指数来看，1 月冲高回落后回到高位震荡状态，显示行业景气度不减，白银需求有望进一步提升。而从光伏电池产量来看，近年来在碳达峰和碳中和的作为国家战略被明确之前，我国光伏电池产量就一直处于明显的上升通道，去年 12 月产量已达 2039.20 万千瓦。随着碳达峰和碳中和被明确为国家战略，下一步以太阳能为代表的我国可再生能源行业发展将步入快车道，光伏电池用银需求有望进一步提升。总的来看，白银期价在工业品属性提振下上涨动能不减。

图 21：电子元件指数


资料来源：WIND，长安期货

图 22：光伏电池产量

单位：万千瓦



资料来源：WIND，长安期货

三、综合分析 with 行情展望

一月前两周，由于拜登胜选得到美国国会确认以及民主党控制参议院，美国政治不确定性下降，刺激计划进一步出台的预期抬升，叠加疫苗的普及接种，市场押注美国经济强劲复苏，美债收益率和美元大幅反弹，美股也延续上涨势头，利空贵金属期价。此后随着利空兑现，加上美国疫情持续恶化，日新增死亡人数连破记录，拜登 1.9 万亿美元财政刺激政策迟迟不能落地，美联储也再度强调在经济复苏和通胀达到目标之前仍将保持宽松的货币环境和资产购买规模，美元指数和美债收益率重回弱势，贵金属期价逐步企稳并有所反弹。

展望 2 月，从交易所库存、ETF 持仓量以及白银工业品属性来看，白银期价表现或强于黄金。而从金银比来看，2 月黄金期价波动或大过白银；从 COMEX 非商业及基金持仓分析来看，2 月贵金属期价仍存向上可能。

但从宏观环境来看，经济先行数据显示美国经济仍处于扩张区间，尤其是从近期美国疫情数据来看，单日新增确诊病例数明显回落，美国经济在疫情逐步受控的背景下存在复苏的基础，因而美债收益率及美元指数仍存上行空间或压制贵金属期价。此外，一旦美国财政刺激计划迟迟不能落地，市场期待的通胀预期或大打折扣，贵金属期价也或因此承压。从汇率角度来看，由于美元处于反弹通道，人民币升值动能或有所减弱，以人民币计价的上期所黄

金和白银期价或弱于同期外盘贵金属期价。

此外，结合技术面来看，上期所黄金期价或存下探 375 元/克甚至 360 元/克支撑的可能，而白银期价则存在下破均线多头排列并测试 5250 元/千克支撑的可能。

综合来看，2 月贵金属期价或震荡回落，但下方或存支撑，尤其是白银期价不排除再度上冲动能。因而，投资者可对黄金以偏空短差操作为主；对白银在偏空短差操作的同时择机逢低试多，抓取波段收益。均需注意止盈止损。

风险点：美元指数及美债收益率回落、美股回调及地缘政治风险发酵等。

免责声明

本报告基于已公开的信息编制，但对信息的准确性及完整性不作任何保证。本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成个人投资建议。投资者应当充分考虑自身投资经历及习惯、风险承受能力等实际情况，并完整理解和使用本报告内容，不能依靠本报告以取代独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

长安期货有限公司版权所有并保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长安期货投资咨询部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

长安期货各分支机构及事业部

江苏分公司

地 址：常州市新北区高新科技园 3 号楼 B 座 307
电 话：0519-85185598
传 真：0519-85185598

山东分公司

地 址：山东省烟台市经济技术开发区珠江路 10 号
电 话：0535-6957657
传 真：0535-6957657

福建分公司

地 址：福建省厦门市思明区嘉禾路 23 号
新景中心 B 栋 1007-1008 室
电 话：0592-2231963
传 真：0592-2231963

安徽分公司

地 址：合肥市蜀山区潜山路 188 号蔚蓝商务港 F 座 1103 室
电 话：0551-62623638

郑州营业部

地 址：郑州市郑东新区商务外环 30 号期货大厦 1302 室
电 话：0371-86676963
传 真：0371-86676962

淄博营业部

地 址：山东省淄博市高新区金晶大道 267 号颐和大厦 B 座 501 室
电 话：0533-6217987 0533-6270009

上海营业部

地 址：上海市杨浦区大连路宝地广场 A 座 1605
电 话：021-60146928
传 真：021-60146926

宝鸡营业部

地 址：宝鸡市渭滨区经二路 155 号国恒金贸大酒店 21 层
电 话：0917-3536626
传 真：0917-3535371

西安和平路营业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206088 029-87206178
传 真：029-87206165

西安经济技术开发区营业部

地 址：西安经济技术开发区凤城八路 180 号长和国际 E 座 1501 室
电 话：029-87323533 029-87323539
传 真：029-87323539

能源化工事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206172
传 真：029-87206165

金融事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206171
传 真：029-87206163

农产品事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206176
传 真：029-87206176

金属事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87380130
传 真：029-87206165