



贵金属二季度行情展望

投资咨询部 马舍瑞夫

投资咨询证号：Z0015873

2021年3月31日



一、一季度行情回顾

二、二季度贵金属期价影响因素分析

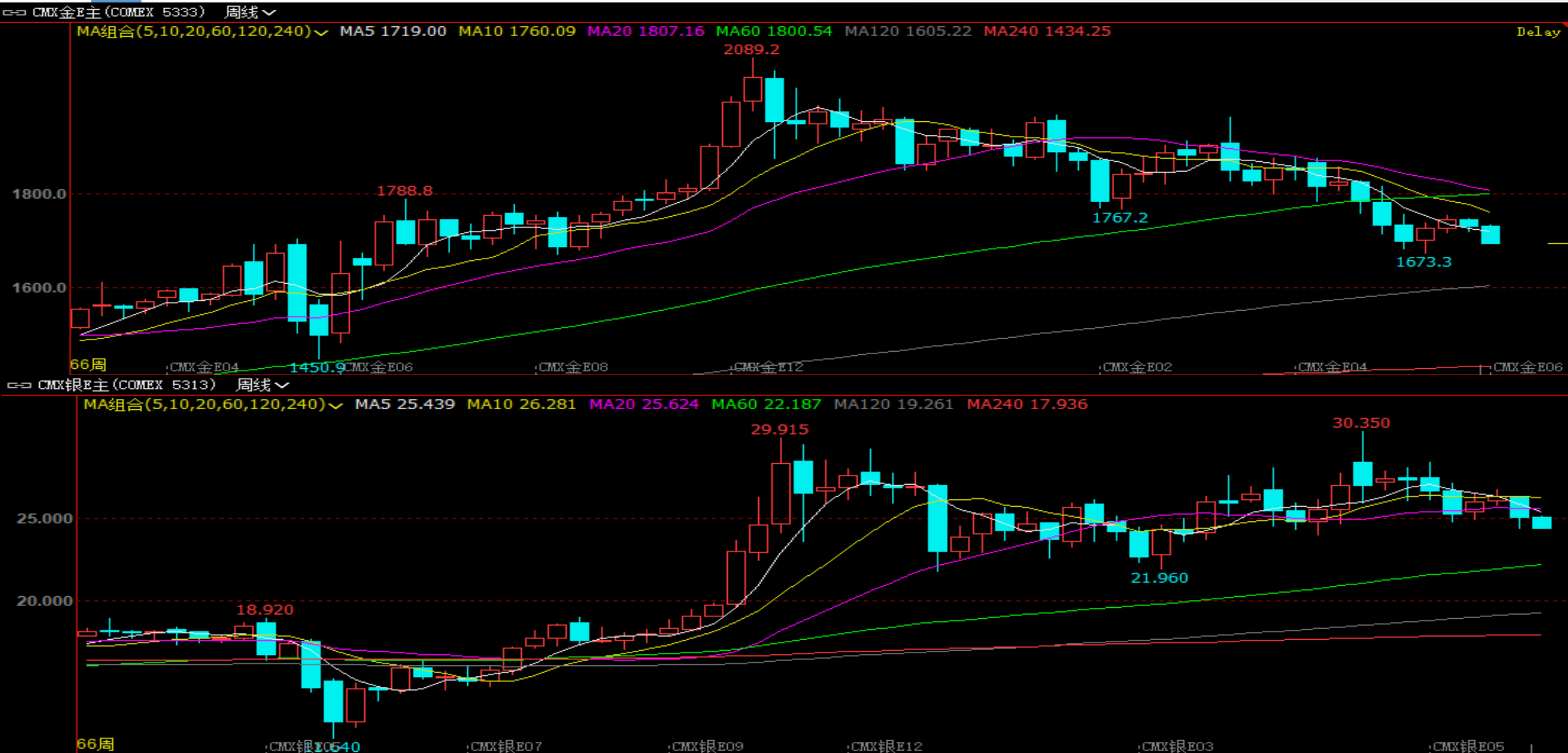
三、综合分析 with 行情展望



COMEX贵金属期价周K线图



长安期货
CHANG-AN FUTURES

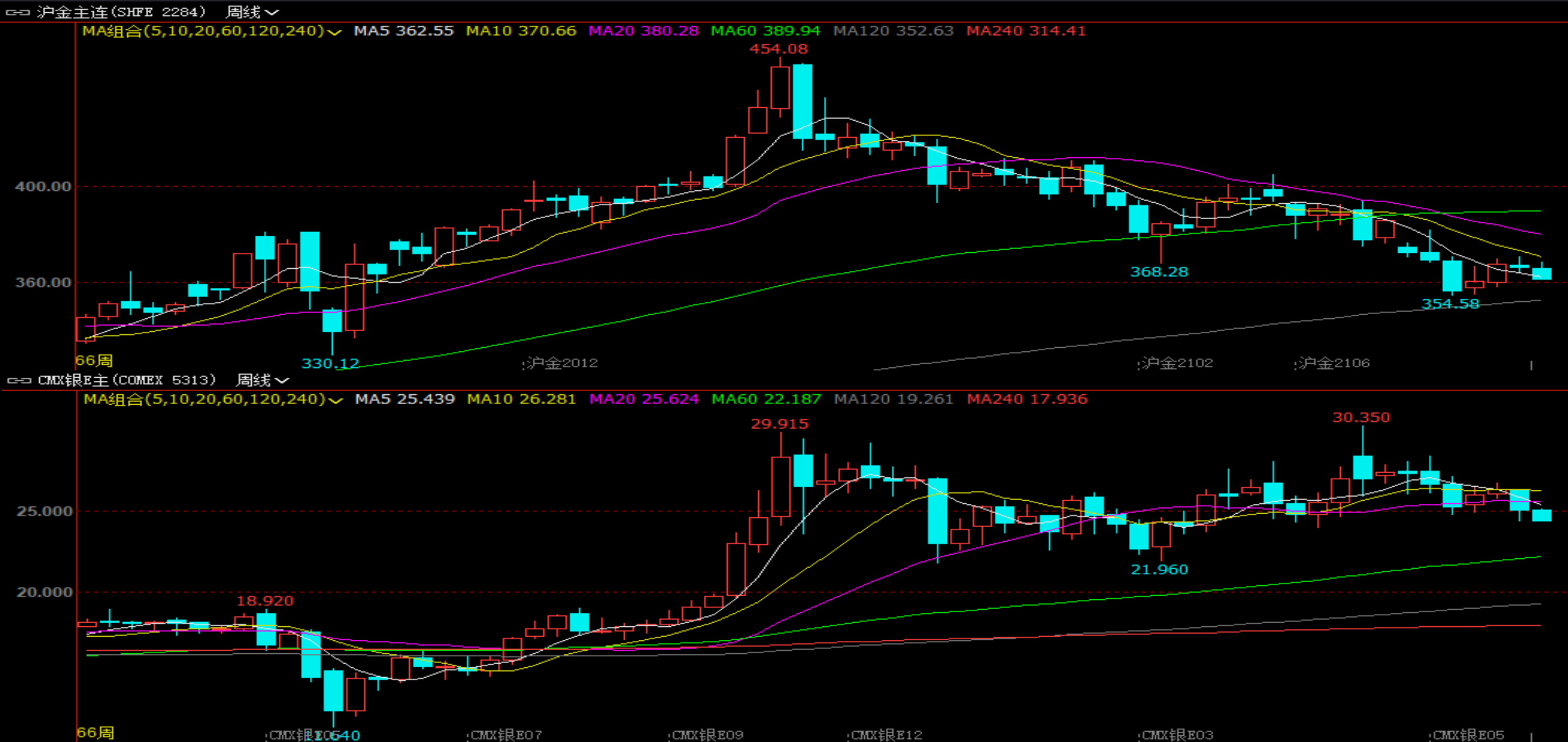




上期所贵金属期价周K线图



长安期货
CHANG-AN FUTURES



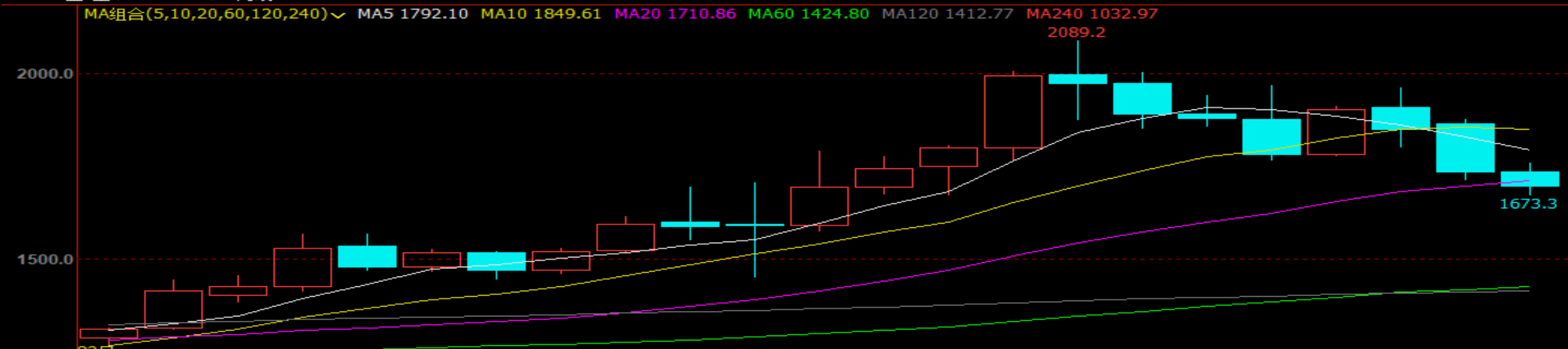


COMEX贵金属期价月K线图



长安期货
CHANG-AN FUTURES

COMEX金E主 (COMEX 5333) 月线



COMEX银E主 (COMEX 5313) 月线

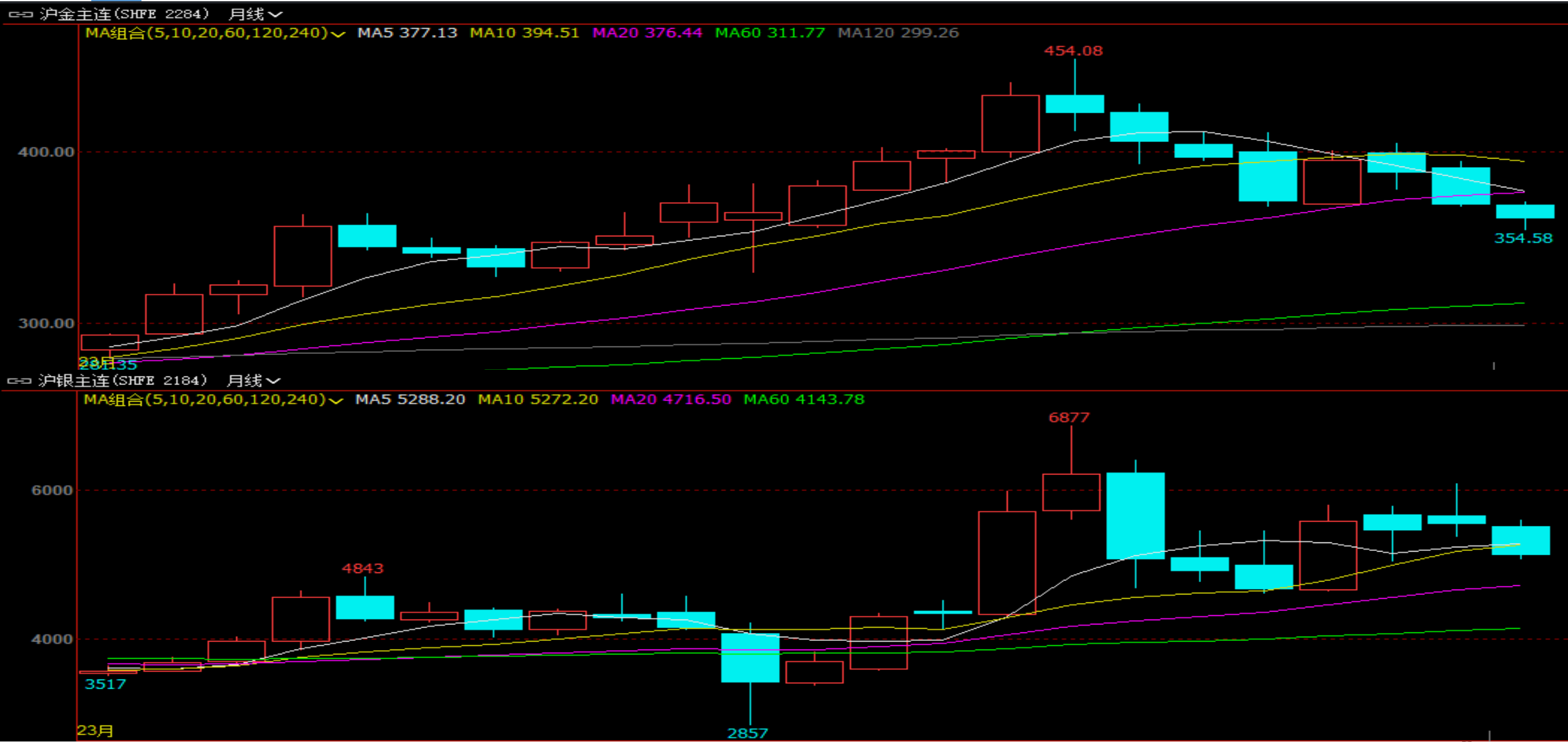




上期所贵金属期价月K线图



长安期货
CHANG-AN FUTURES





贵金属一季度行情回顾



长安期货
CHANG-AN FUTURES

- 1月美国疫情仍有反复，拜登政府1.9万亿美元经济刺激计划出台一度受阻，以及美联储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，贵金属期价一度有所企稳。
- 但从2月开始，随着上述利多因素一一瓦解，再加上美联储主席鲍威尔近期甚至出人意料的突然发表“鹰派”言论，表示随着经济好转，将逐步减少所购买的美国国债和抵押贷款支持证券数量，并在经济几乎完全恢复之时，撤回在紧急时期提供的支持，使得近期贵金属期价开始加速下跌。3月30日，美元指数站上93关口，为去年11月13日以来首次，现货黄金自3月12日以来再次跌破1700美元/盎司关口。此外，拜登将于4月1号前公布长期经济计划，预计规模可能会达到4万亿美元，这其中的基础设施倡议或进一步提振经济增长和国债发行。



- 当然，经济复苏阶段白银将更多体现出其工业品属性，在通胀预期提振下白银期价运行逻辑或是跟随其他工业品上涨，此外，政策端对可再生能源的支持也将助力白银期价相对黄金表现更稳。
- 整体来看，一季度贵金属期价主要围绕美国政局落定、疫苗普及接种以及经济刺激计划出台下的经济强劲复苏预期，及其导致的进一步通胀预期而引发的10年期长端美债收益率及美元指数上行造成的利空因素弱势偏空运行。截至3月30日国内收盘，今年来上期所黄金期价下跌8.7%，白银期价下跌8.05%；COMEX黄金期价下跌11.04%，COMEX白银期价下跌7.79%。



一、一季度行情回顾

二、二季度贵金属期价影响因素分析

三、综合分析 with 行情展望



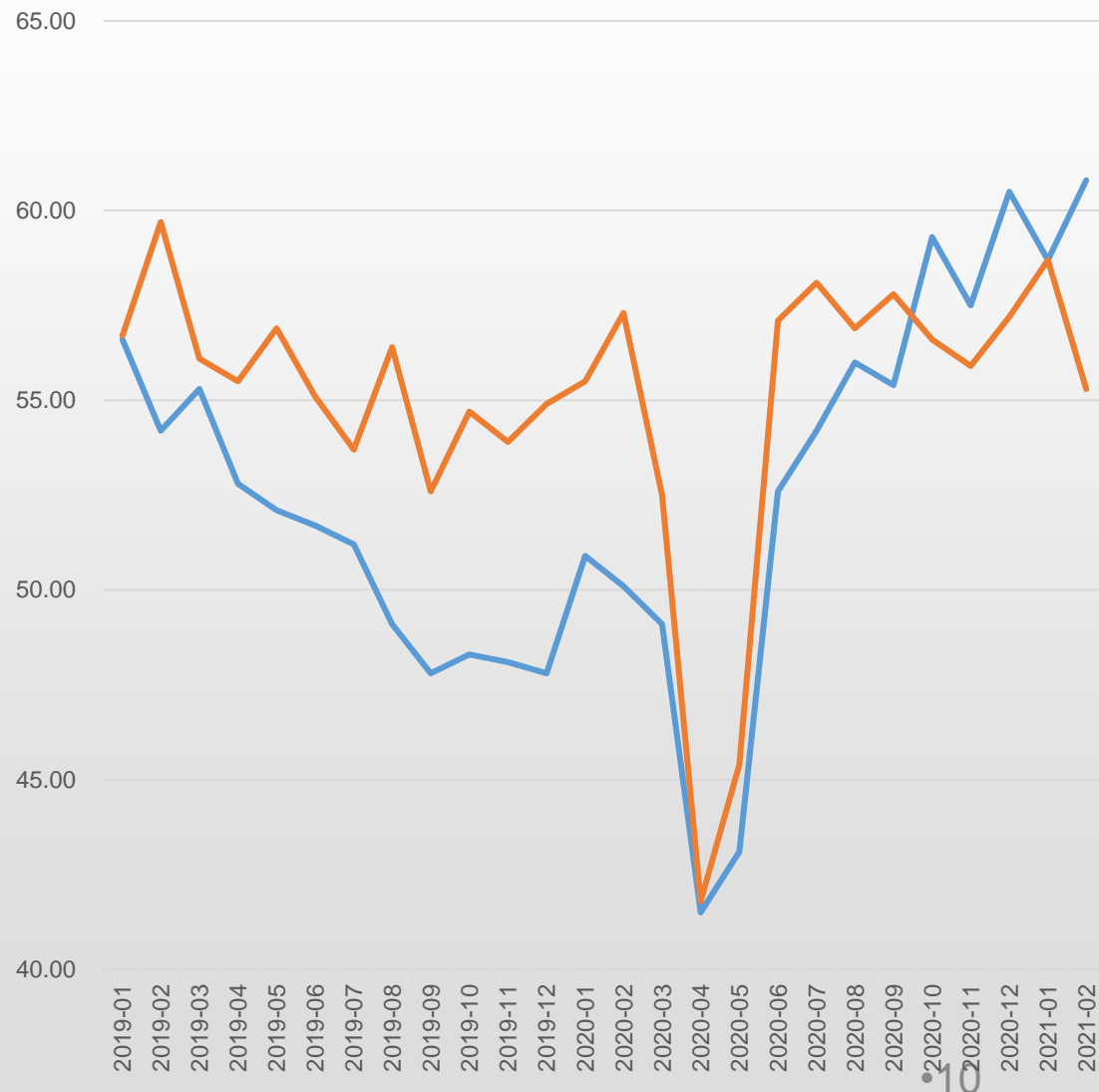
宏观基本面分析——美国



长安期货
CHANG-AN FUTURES

➤ 美国二季度宏观基本面大概率仍将延续此前逻辑，即美国政局落定、疫苗普及接种以及经济刺激计划持续出台下的经济强劲复苏预期，将导致进一步的通胀预期从而引发10年期长端美债收益率及美元指数上行，同时美联储主席鲍威尔已发出鹰派言论，这些因素都或将致使二季度COMEX贵金属期价仍偏弱运行。当然，经济复苏阶段白银将更多体现出其工业品属性，在通胀预期提振下白银期价运行逻辑或是跟随其他工业品上涨，此外，政策端对可再生能源的支持也将助力白银期价相对黄金表现更抗跌。

—美国制造业 —美国非制造业



资料来源：WIND，长安期货

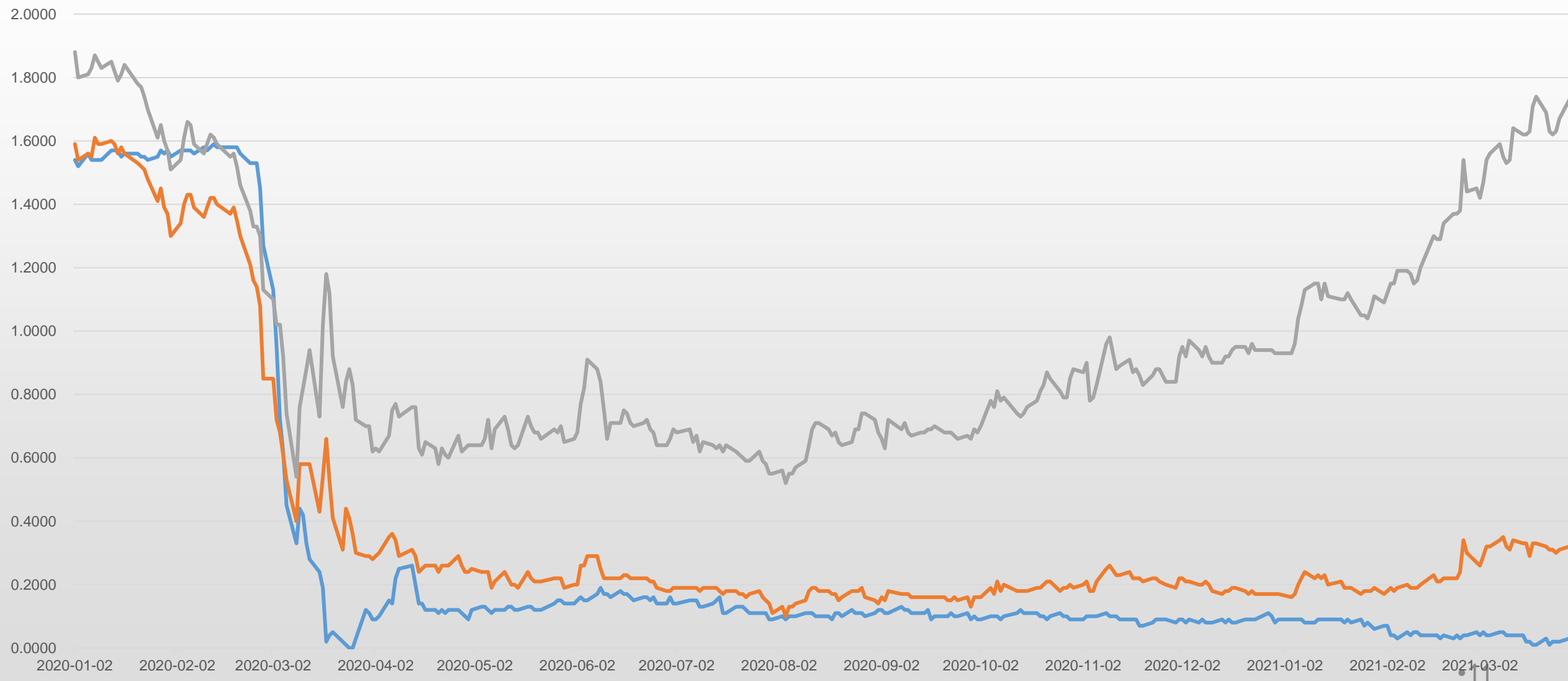


美债收益率



长安期货
CHANG-AN FUTURES

— 3M — 3Y — 10Y



资料来源: WIND, 长安期货



美元指数



长安期货
CHANG-AN FUTURES





- 最新公布的我国经济先行数据3月PMI好于预期，3月份我国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为51.9%、56.3%和55.3%，比上月上升1.3、4.9和3.7个百分点，我国经济总体延续扩张态势。春节过后，企业生产加快恢复，3月份制造业景气明显回升，在调查的21个行业中有17个行业PMI位于荣枯线以上，景气面较上月有所扩大并呈现如下特点：
- 供需两端同步回升：生产指数和新订单指数分别为53.9%和53.6%，高于上月2.0和2.1个百分点，表明制造业生产和需求扩张步伐有所加快。
- 进出口重返景气区间：春节过后，国内市场产需加快释放，加之世界主要经济体经济继续复苏，本月新出口订单指数和进口指数分别为51.2%和51.1%，高于上月2.4和1.5个百分点，其中进口指数升至近年高点。



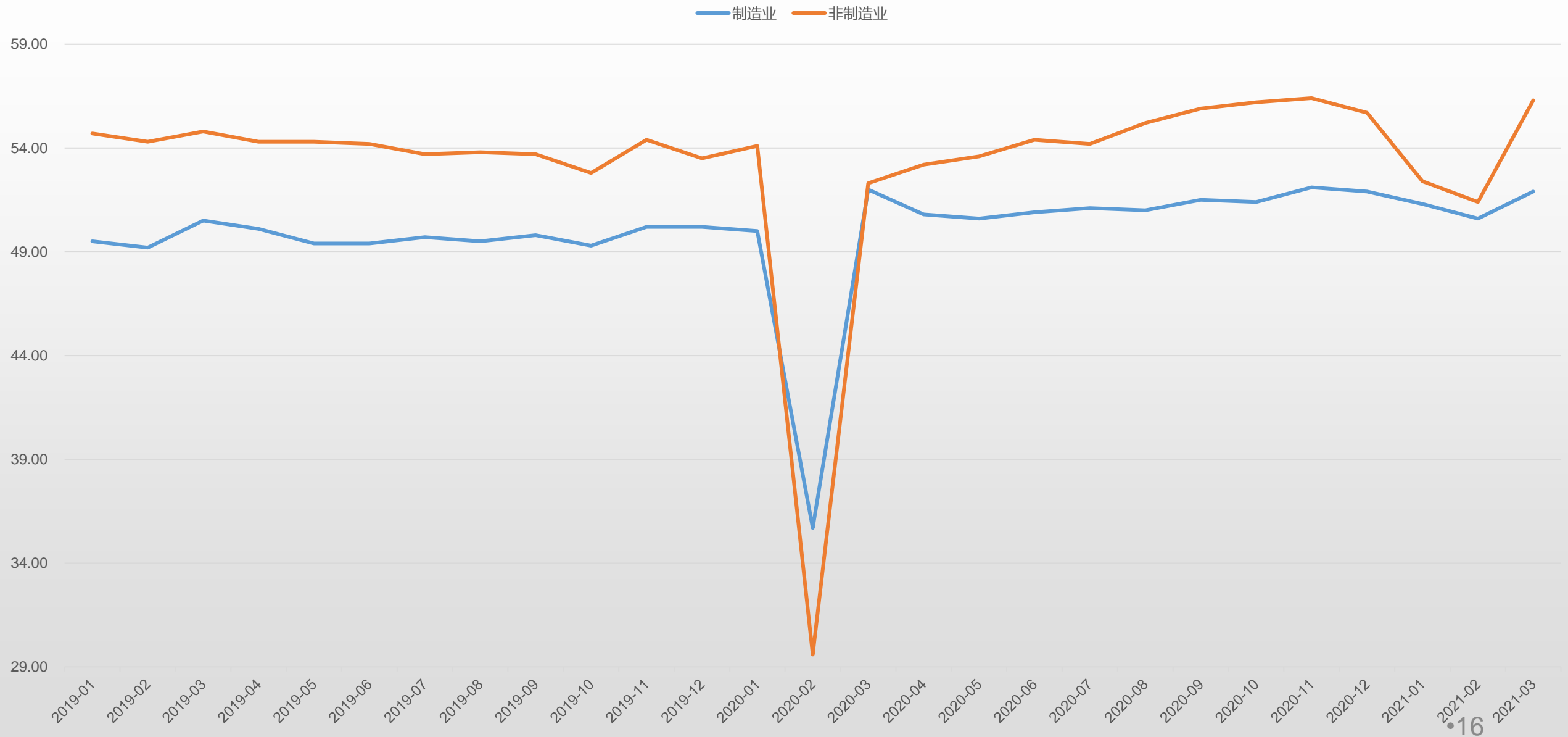
宏观基本面分析——国内

- 大中小型企业景气度均有所回升：大、中、小型企业PMI为52.7%、51.6%和50.4%，分别高于上月0.5、2.0和2.1个百分点，不同规模企业生产经营状况均有所改善。小型企业虽然景气水平低于大、中型企业，但生产经营活动预期指数升至58.4%，表明小型企业对近期市场发展信心有所增强。
- 新动能引领态势良好：从重点行业看，高技术制造业和装备制造业PMI分别为53.9%和52.9%，高于制造业总体2.0和1.0个百分点，新动能对制造业发展的引领作用持续显现。同时，两个行业的从业人员指数分别升至51.2%和50.5%，表明相关行业用工需求有所增加。
- 价格指数升至近年高点：受国际大宗商品价格持续高位运行等影响，本月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为69.4%和59.8%，高于上月2.7和1.3个百分点。此外，受境外疫情反复及国际经贸不畅等因素影响，近期部分进口原材料供应不足，价格上涨明显，交货周期延长。



- 服务业升至较高景气水平：服务业商务活动指数为55.2%，高于上月4.4个百分点，表明随着疫情防控成果巩固，消费需求不断释放，服务业加快恢复。从行业情况看，铁路运输、航空运输、电信广播电视卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务等行业商务活动指数运行在60.0%以上高位景气水平，业务总量增长较快；受年初局部疫情影响较大的住宿、租赁及商务服务、居民服务等行业商务活动指数回升至景气区间，行业经营状况明显改善。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为62.9%，连续两个月位于60.0%以上高位景气区间，表明服务业企业对近期市场发展持续看好。
- 建筑业重返高位景气区间：3月份天气转暖，企业集中开工，建筑业施工进度加快，本月建筑业商务活动指数高于上月7.6个百分点，升至62.3%。其中，土木工程建筑业商务活动指数为65.7%，较上月大幅上升11.2个百分点，表明随着统筹推进基础设施建设等政策显效发力，行业生产活动总体加快。

我国PMI





宏观基本面分析——国内



长安期货
CHANG-AN FUTURES

- 但同时需要注意到，虽然我国3月经济先行数据向好，但二季度我国宏观经济整体运行逻辑主要仍或为以下几点：
- 一是政策面和资金面紧平衡：我国目前的货币和财政政策都相较去年疫情期间有所收紧，现阶段主要体现精准和结构化支撑的特点以及“不急转弯”，财政政策方面包括创新财政资金直达基层的体制机制，货币政策方面也重点支持“创新直达实体经济的货币政策工具”，即普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划。此外，央行公开市场呈现地量续作特点，反映稳货币、控杠杆和政策不急转弯的同时，持续向市场释放资金面维持紧平衡的信号。同时，要确保货币供应量及社融增速与名义GDP增速相匹配，超发货币及降准、降息概率很小。



- 二是我国经济增速回归高质新常态：目前来看，我国一季度GDP增速大概率在低基数效应和疫后经济加速复苏背景下取得同比大增的亮眼数据，但二季度开始随着低基数效应逐步趋弱，以及我国经济增长更多将由疫后加速复苏向高质增长新常态转变，经济增长速度将有所回落，但结构和质量将更加优化。
- 三是海外主要经济体经济复苏对国内的影响：以美国为代表的海外主要经济体，在疫苗加持和经济刺激计划不断出台的背景下，疫情得到遏制，经济迎来加速复苏，这也导致美国通胀预期进一步抬升，美债收益率和美元指数不断走高，对新兴市场资金造成分流压力，人民币兑美元汇率或有所贬值。
- 总的来看，我国贵金属期价虽跟随外围市场定价，但在上述宏观经济运行背景下，作为可再生能源行业原材料白银的需求或有所保障，白银期价在美债收益率和美元指数上行阶段或相较黄金更抗跌；此外，以人民币计价的上期所黄金和白银期价或强于同期外盘贵金属期价。

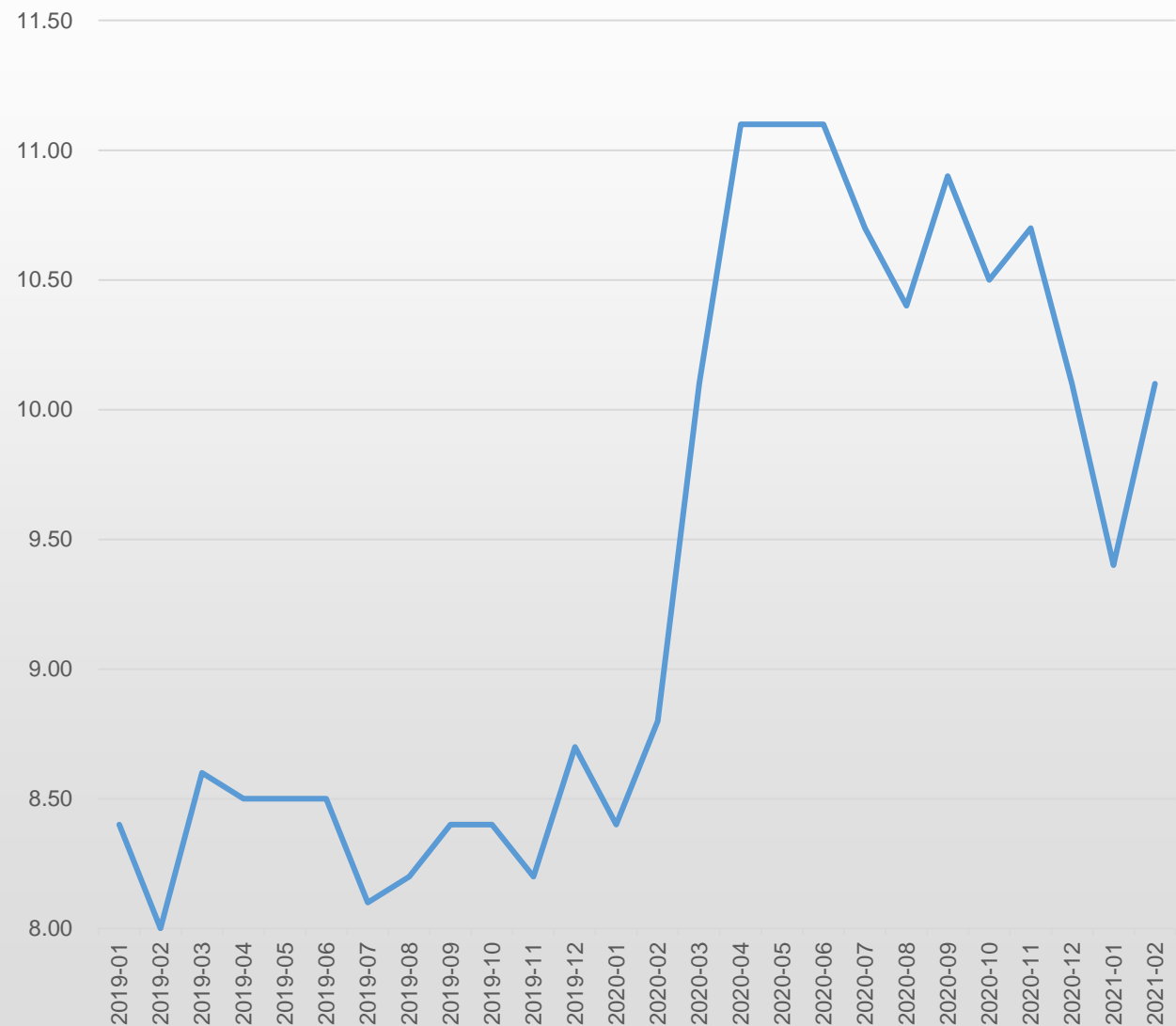


M2及美元兑人民币即期汇率

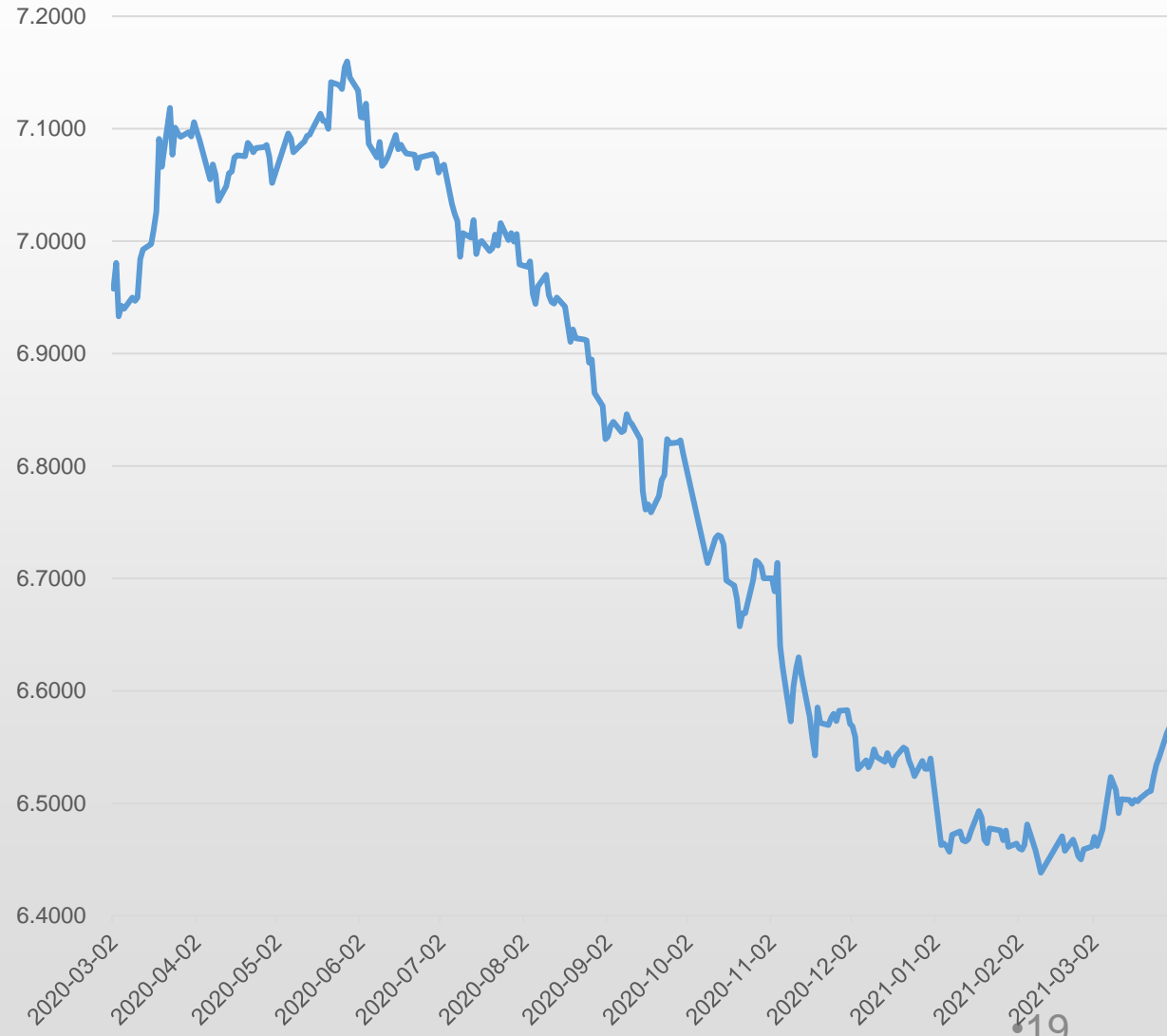


长安期货
CHANG-AN FUTURES

—M2



—美元兑人民币



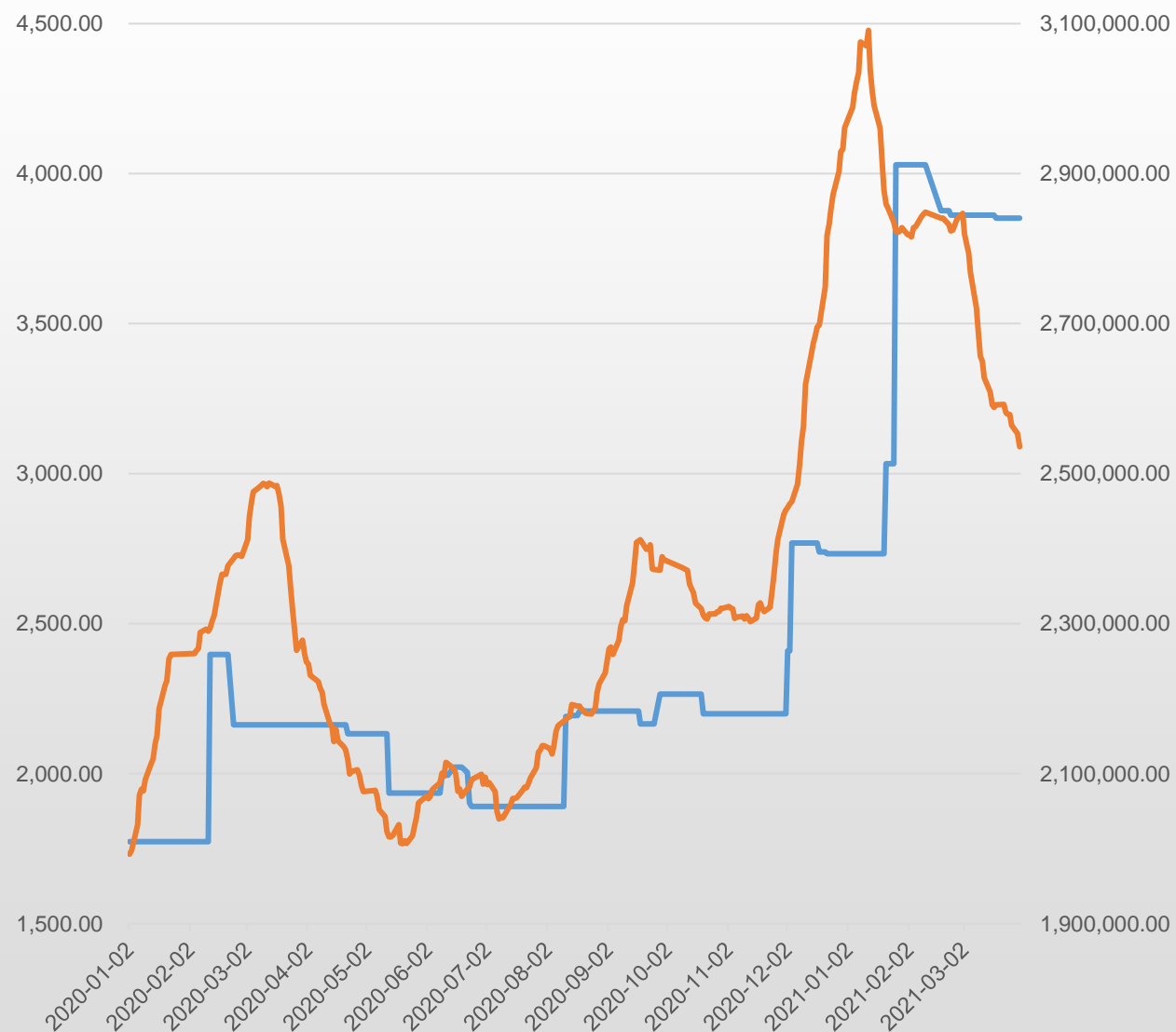


交易所库存

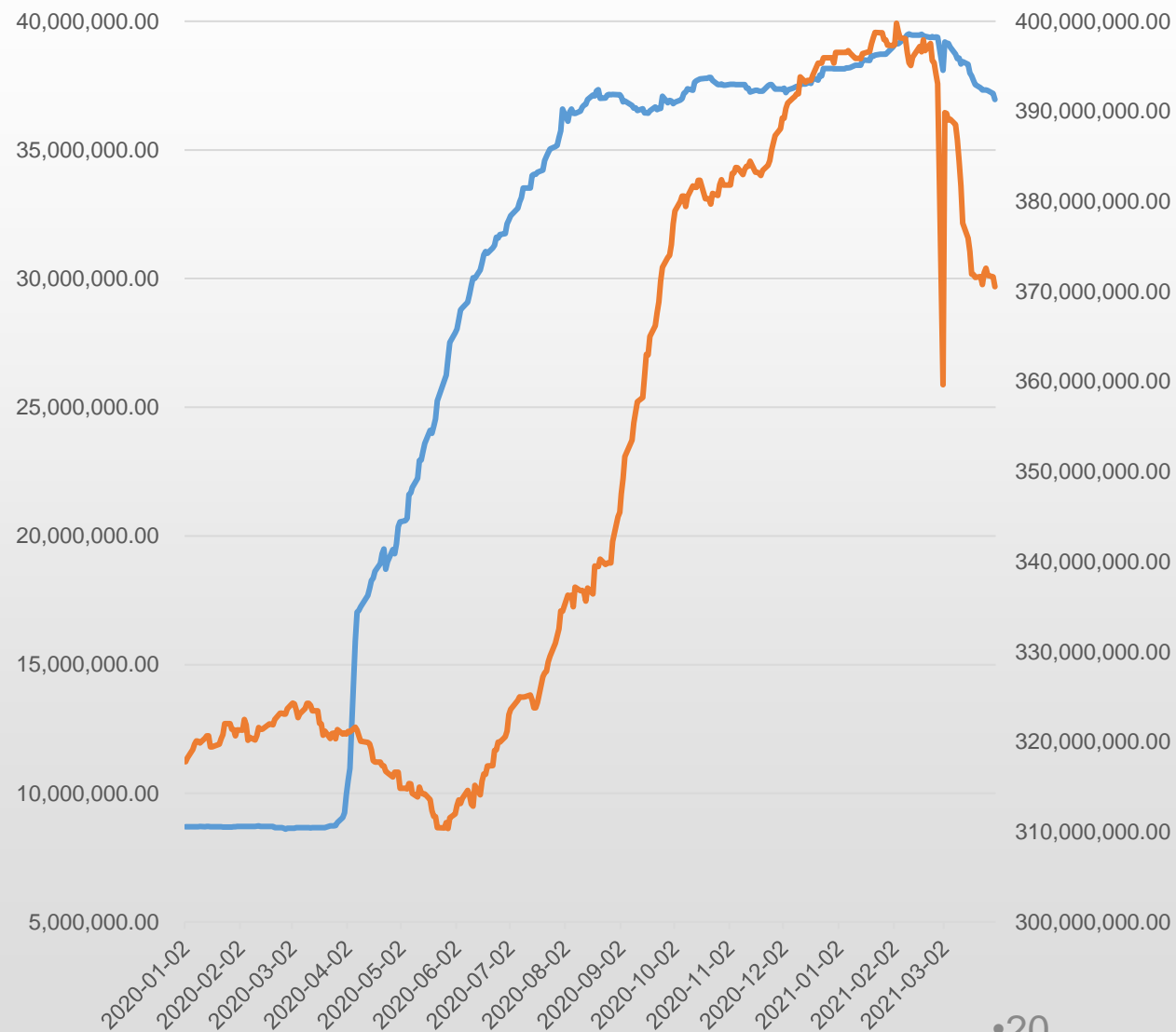


长安期货
CHANG-AN FUTURES

—上期所黄金 —上期所白银 (右轴) 单位: 千克



—COMEX黄金 —COMEX白银 (右轴) 单位: 金衡盎司





- 从交易所库存来看，一季度上期所黄金库存相对平稳，白银库存则明显回落，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月末的库存量是近10年来的高位，但从2月下旬开始库存开始回落，尤其是白银库存回落更为明显，但总的来看COMEX黄金和白银截至一季度末库存仍为近10年来相对高位。
- 二季度来看，由于海外主要经济体逐步复苏以及我国经济需求端复苏的滞后效应，贵金属交易所库存或随着下游贵金属消费需求端的逐步复苏继续回落，而白银库存回落或在其工业品属性成为价格主导的背景下更为明显，但整体来看经济处于复苏阶段也会提振贵金属供给端，因此供需效应抵消下贵金属库存回落速度或相对较缓。因而二季度黄金期价在库存回落较缓的背景下仍具下行基础，而白银或表现的相对抗跌。



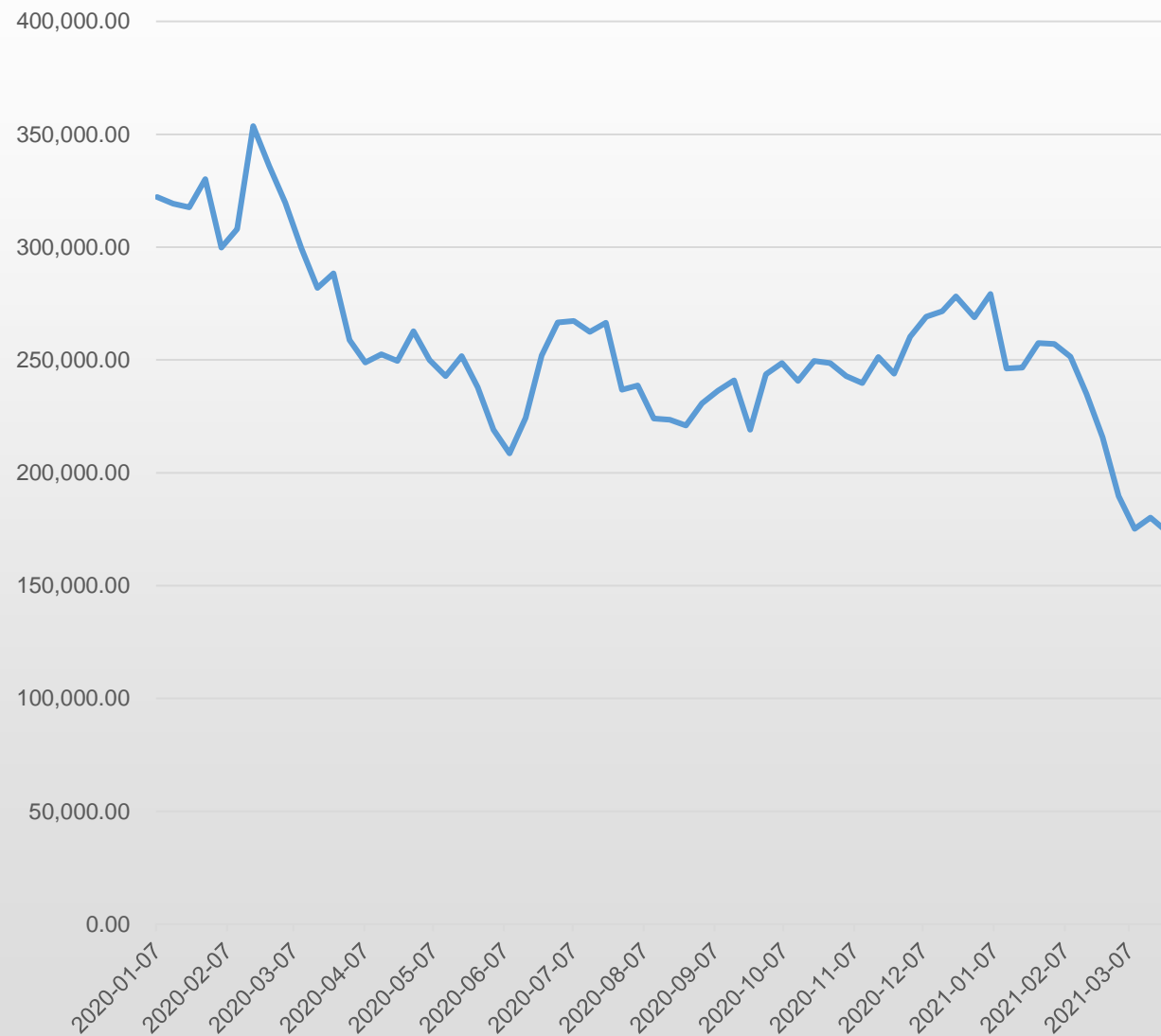
COMEX贵金属非商业净多头持仓



长安期货
CHANG-AN FUTURES

COMEX黄金非商业净多头持仓

单位：张



COMEX白银非商业净多头持仓

单位：张





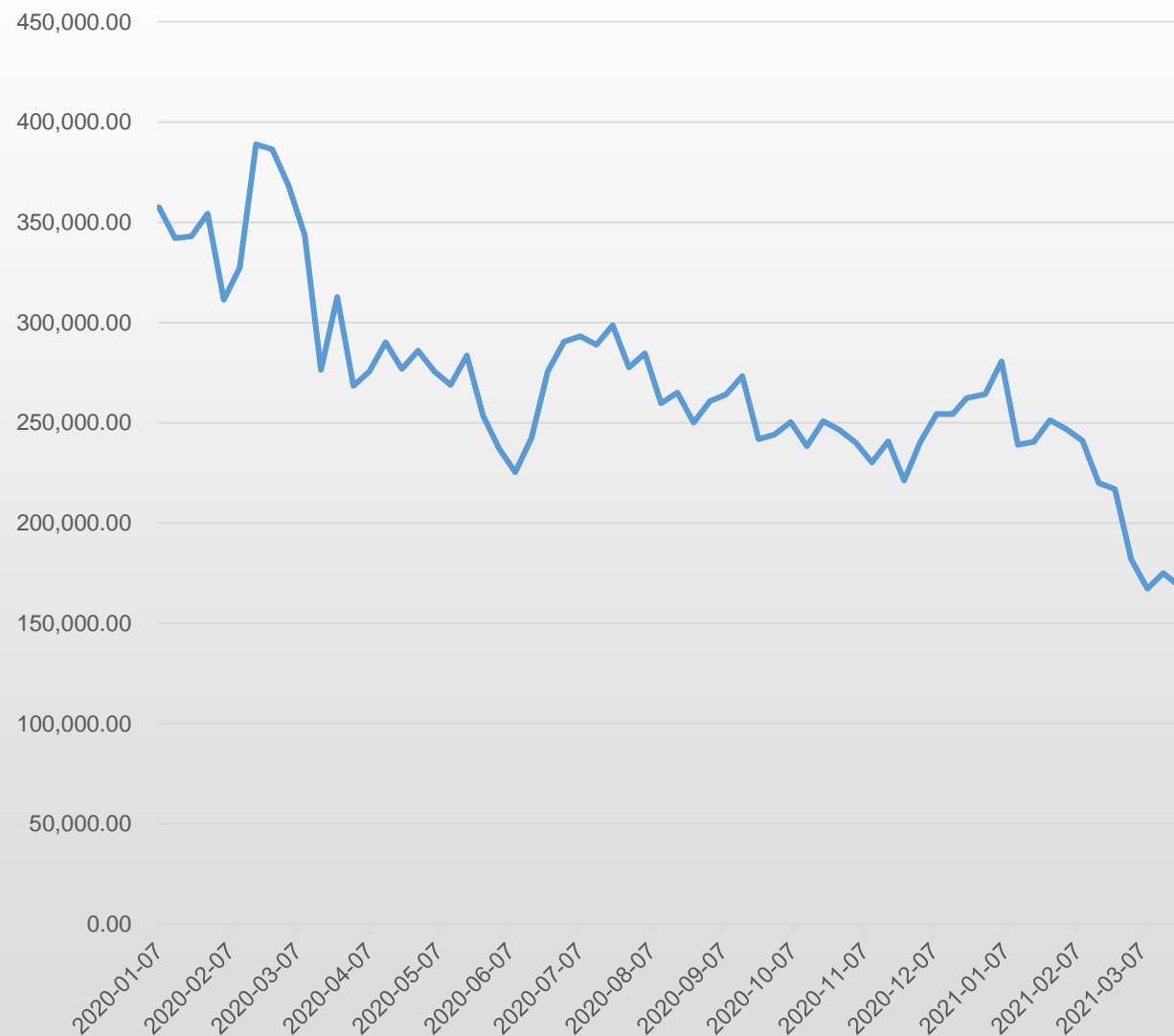
COMEX贵金属基金净多头持仓



长安期货
CHANG-AN FUTURES

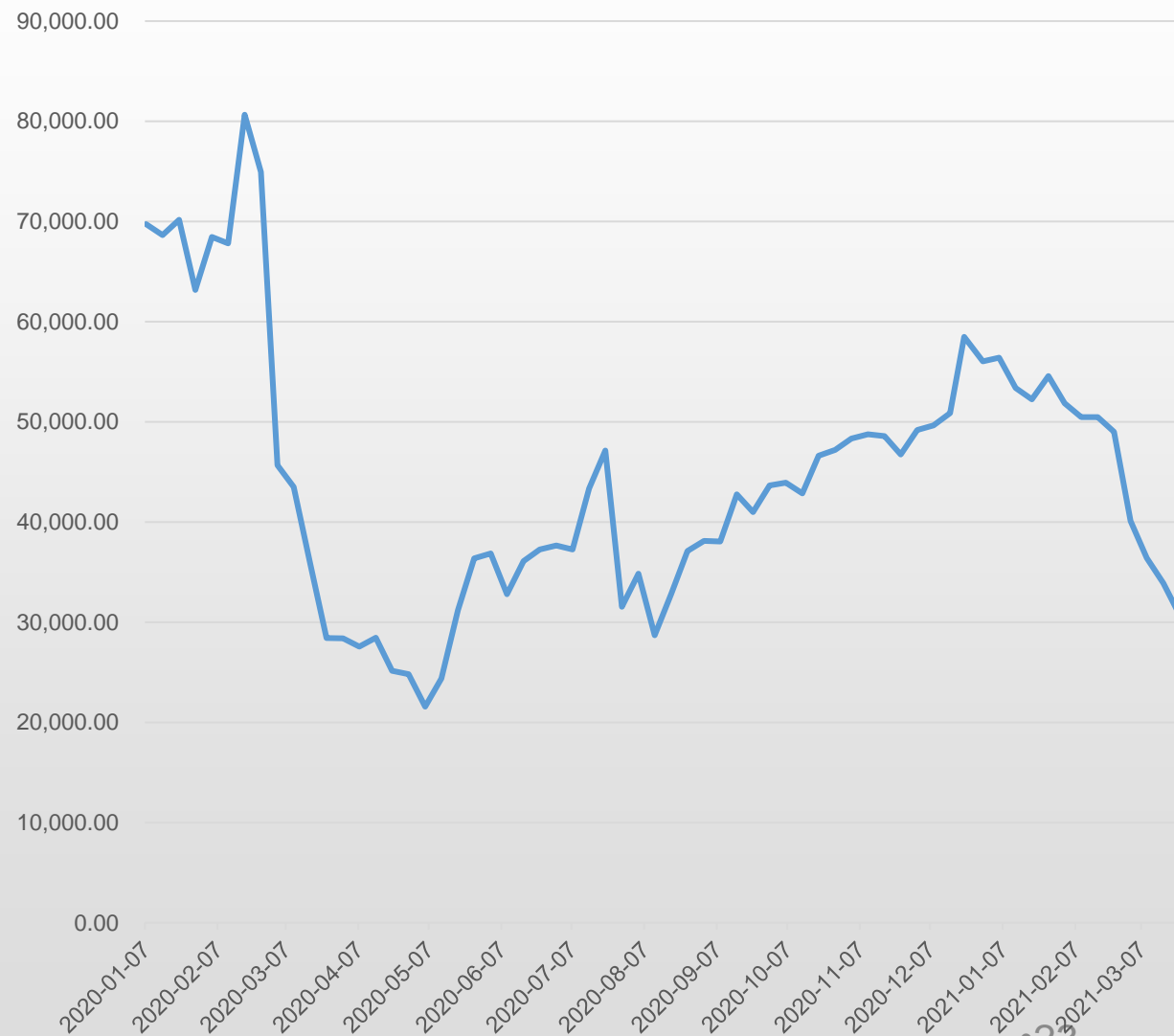
COMEX黄金基金净多头持仓

单位：张



COMEX白银基金净多头持仓

单位：张





COMEX非商业和基金净多头持仓分析



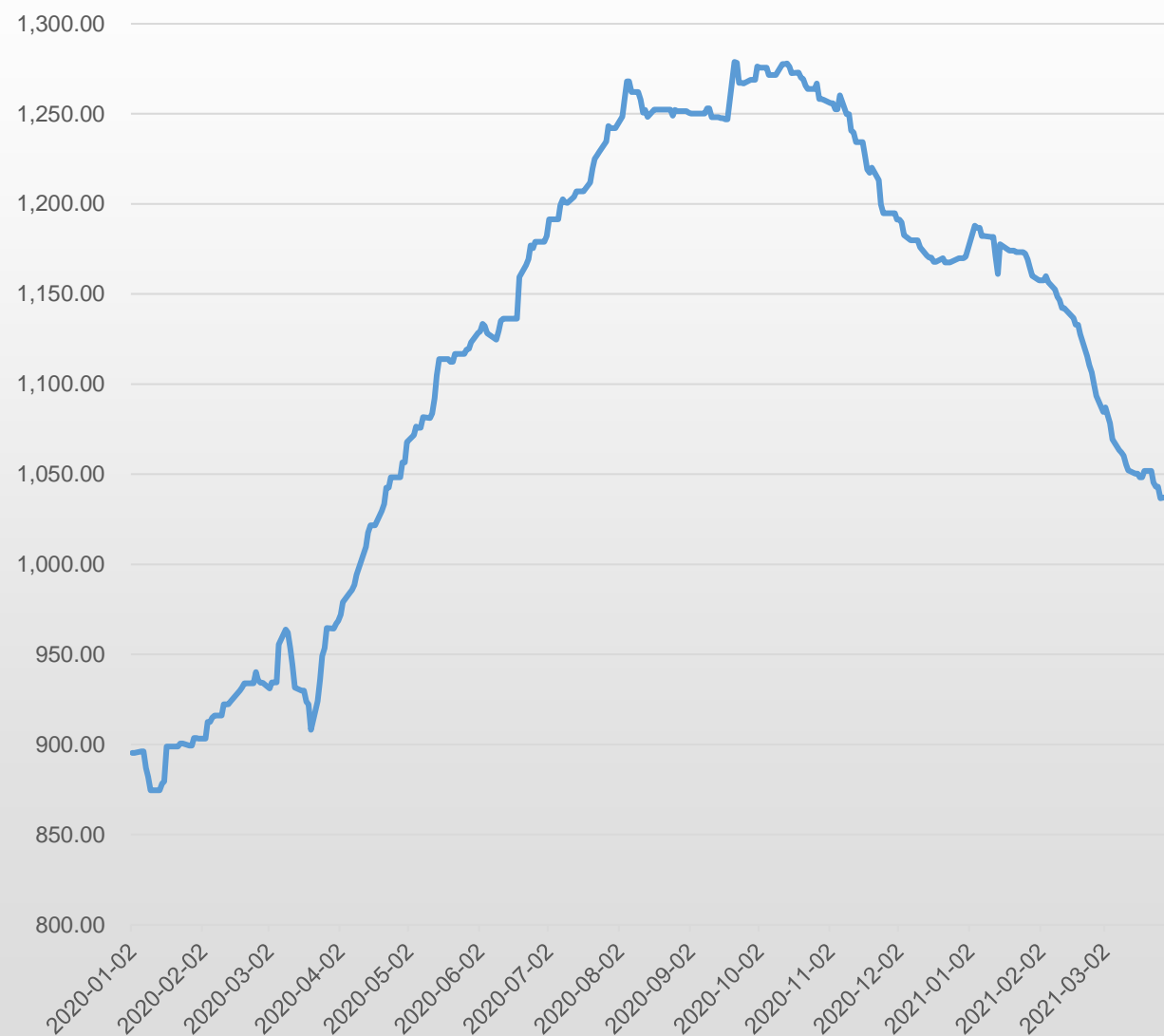
长安期货
CHANG-AN FUTURES

- 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。从数据来看，COMEX黄金非商业和基金净多头一季度持仓呈现明显的下降态势，从图形来看并结合宏观基本面实际，二季度COMEX黄金非商业和基金净多头持仓大概率仍会继续回落。
- 从白银的情况来看，虽然一季度非商业和基金净多头也呈现明显的回落态势，但仍未跌破去年5月的低点，再加上白银品种的量级明显小于黄金，一般更易受国际投行和投机力量的影响，因而白银二季度非商业和基金净多头持仓波动或大过黄金。同时，白银工业品属性在通胀预期提振下或大过金融属性，叠加可再生能源需求提振，整体下降趋势或不及黄金明显。

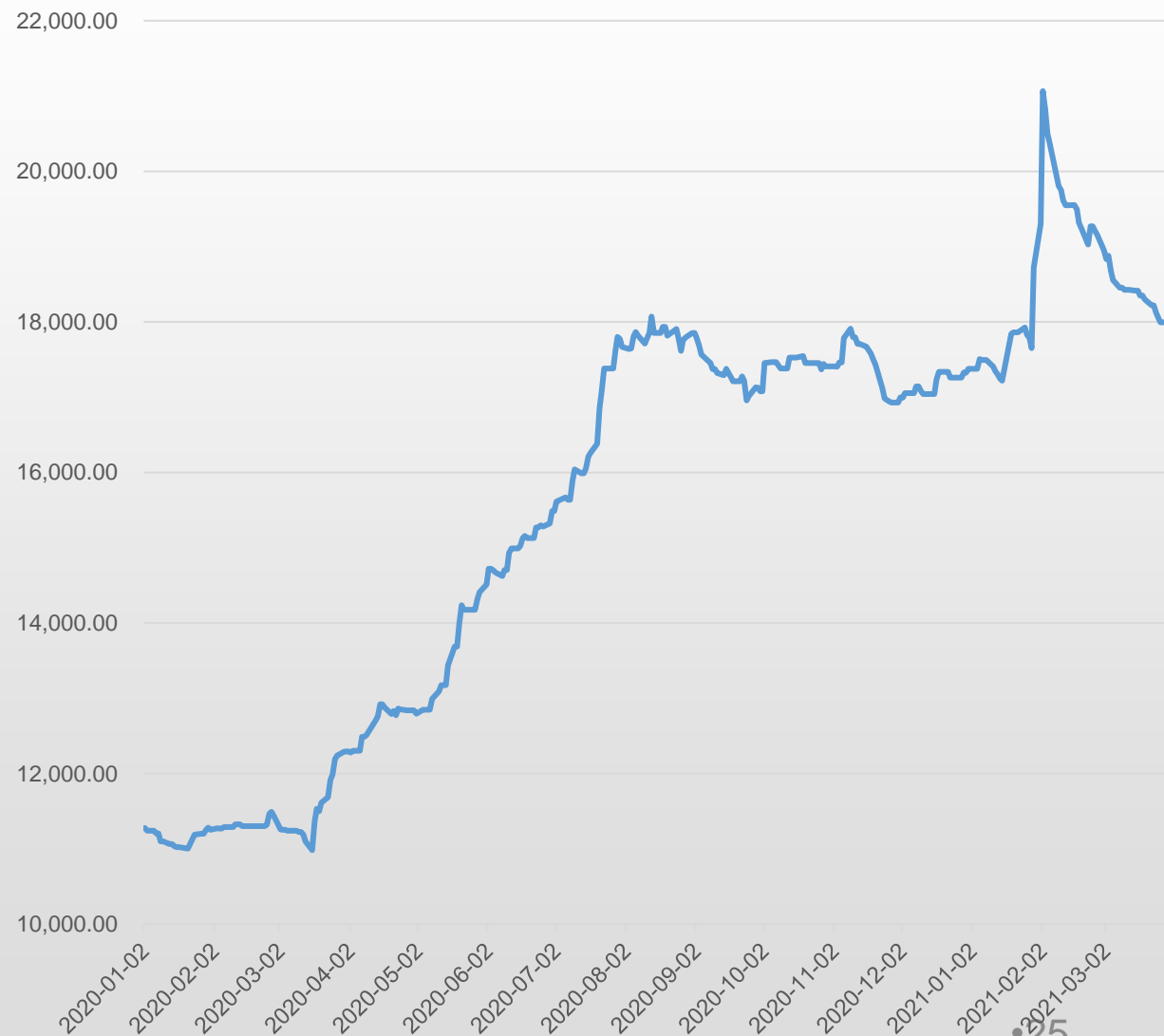


贵金属ETF持仓量

—SPDR黄金ETF持仓量 单位：吨



—SLV白银ETF持仓量 单位：吨





- 从SPDR黄金和SLV白银ETF持仓走势来看，SPDR黄金ETF持仓从年初就开始回落，反观白银，SLV白银ETF持仓因华尔街散户逼空资金的参与在1月末和2月初甚至强势拉升，随后才开始回落，但截至目前，SLV白银ETF持仓仍未跌破1月中下旬其持仓抬升前的位置，反观SPDR黄金ETF持仓量已经跌到了去年4月的位置。
- 二季度来看，和贵金属净多头持仓的分析结论类似，我们认为SPDR黄金ETF持仓从图形以及宏观环境来看或继续回落，而SLV白银ETF持仓从图形来看甚至有反弹迹象，再加上白银品种的量级明显小于黄金，一般更易受国际投行和投机力量的影响，因而SLV白银ETF持仓波动或大过黄金。同时，白银工业品属性在通胀预期提振下或大过金融属性，叠加可再生能源需求提振，整体下降趋势或不及黄金明显。

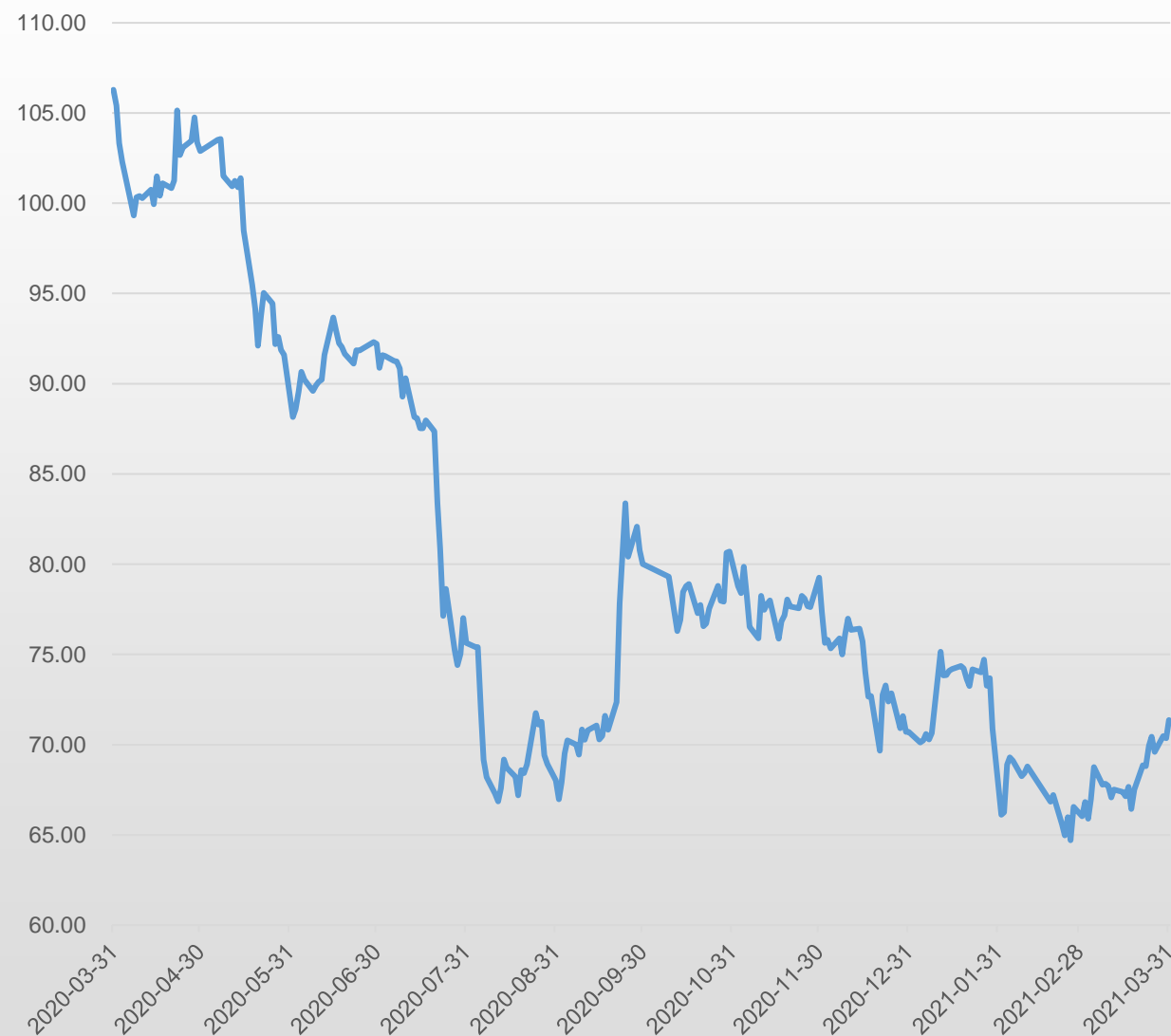


金银比

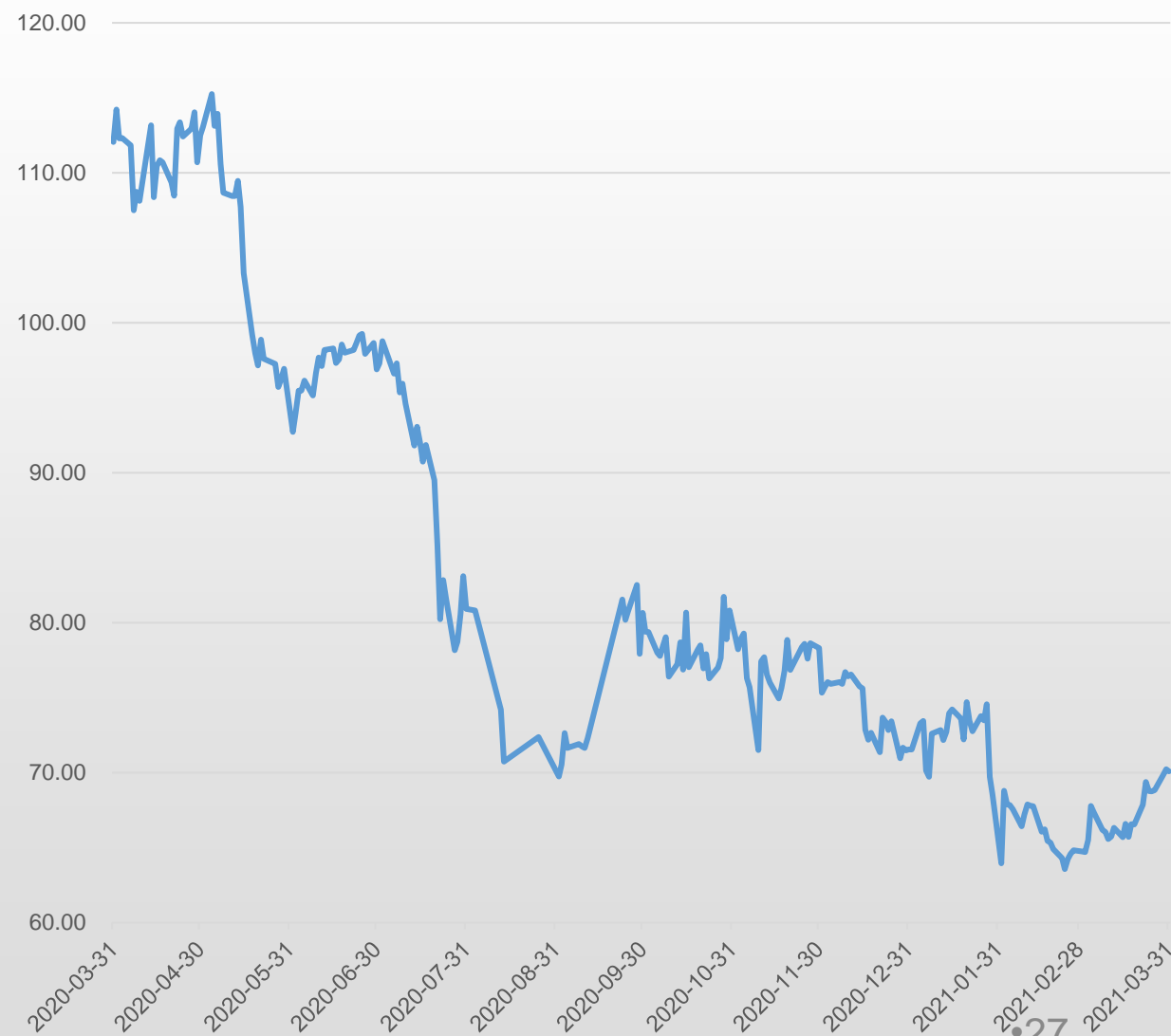


长安期货
CHANG-AN FUTURES

—上期所金银比



—COMEX金银比





- 从金银比价关系来看，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70左右的金银比也处在低位，事实上2月底开始上期所和COMEX金银比已从63左右向上修复到目前的70左右。
- 总的来看，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，但也不排除维持在低位波动的可能，因为根据此前分析二季度黄金期价或继续下行，而白银相对波动或更大，如此金银比或难大幅抬升。

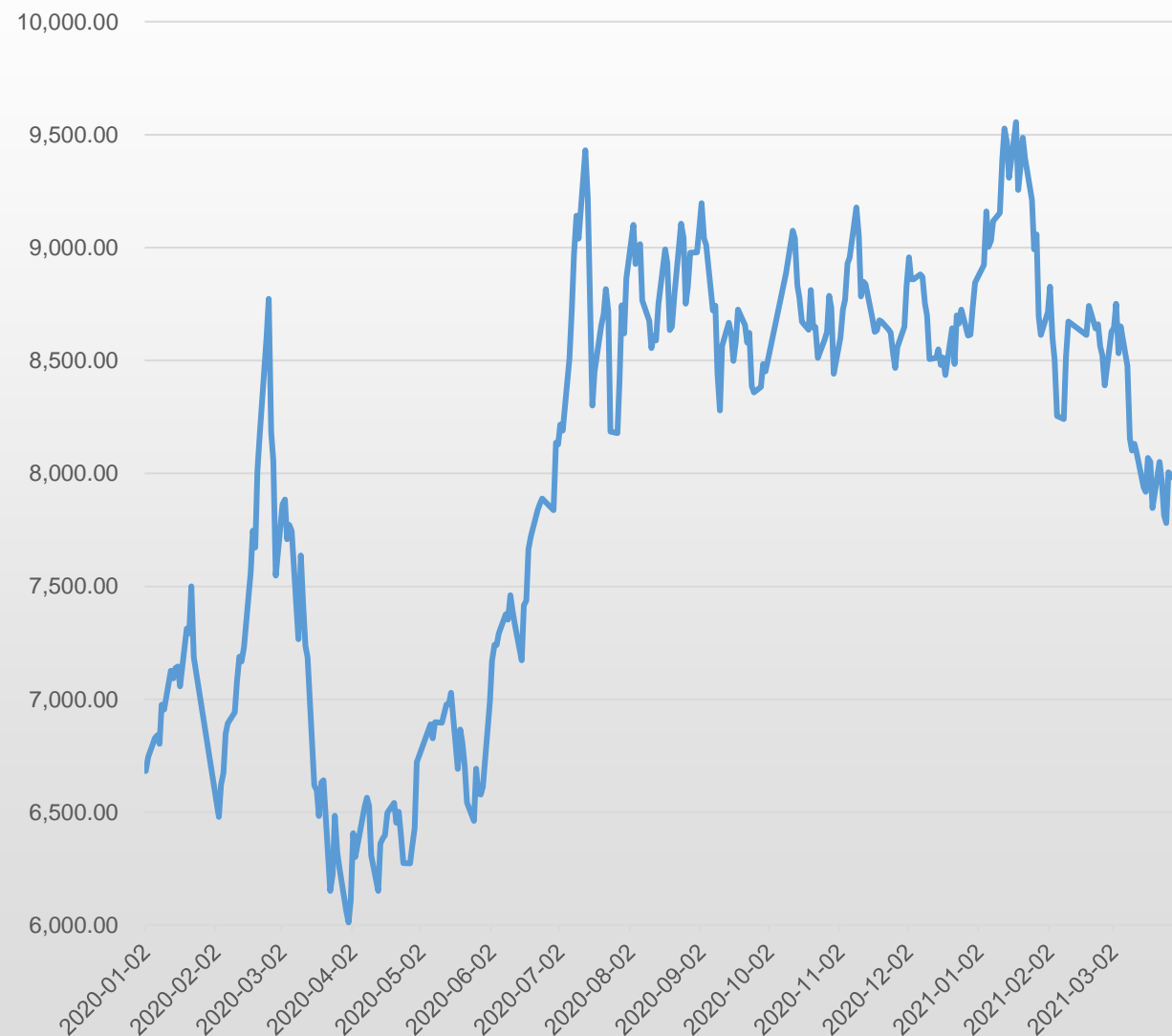


白银工业品属性



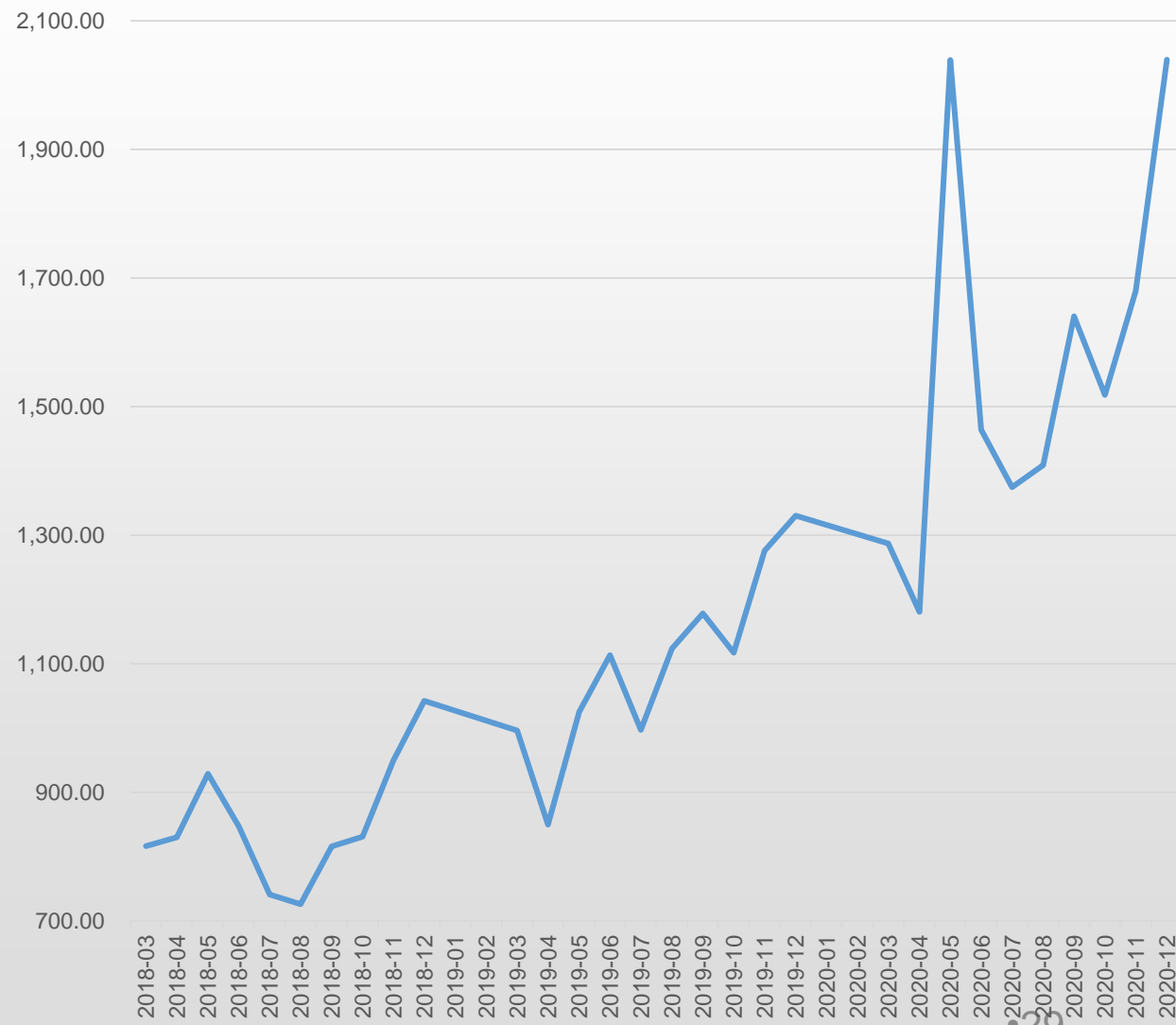
长安期货
CHANG-AN FUTURES

— 电子元件指数



— 光伏电池产量

单位：万千瓦





白银工业品属性分析



长安期货
CHANG-AN FUTURES

- 白银一般在经济复苏阶段的工业品属性要强于金融属性，随着美国经济进一步复苏，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月冲高回落后一季度整体呈现高位震荡状态，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或相对抗跌。



一、一季度行情回顾

二、二季度贵金属期价影响因素分析

三、二季度行情展望



二季度行情展望



长安期货
CHANG-AN FUTURES

- 展望二季度，**从宏观基本面来看**，美国二季度宏观基本面大概率仍将延续此前逻辑，即美国政局落定、疫苗普及接种以及经济刺激计划持续出台下的经济强劲复苏预期，将导致进一步的通胀预期从而引发10年期长端美债收益率及美元指数上行，同时美联储主席鲍威尔已发出鹰派言论，这些因素都或将致使二季度COMEX贵金属期价仍偏空运行。当然，经济复苏阶段白银将更多体现出其工业品属性，在通胀预期提振下白银期价运行逻辑或是跟随其他工业品上涨，此外，政策端对可再生能源的支持也将助力白银期价相对黄金表现更抗跌。
- 我国上期所贵金属期价虽跟随外围市场定价，但我国经济增长回归高质新常态，我国积极构建新发展格局，承诺实现“碳达峰”和“碳中和”，因而作为可再生能源行业原材料的白银需求或有所保障，二季度白银期价在美债收益率和美元指数上行阶段或相较黄金更抗跌；此外，以人民币计价的上期所黄金和白银期价或强于同期外盘贵金属期价。



二季度行情展望



长安期货
CHANG-AN FUTURES

- 从**交易所库存**来看，由于海外主要经济体逐步复苏以及我国经济需求端复苏的滞后效应，贵金属交易所库存或随着下游贵金属消费需求端的逐步复苏继续回落，而白银库存回落或在其工业品属性成为价格主导的背景下更为明显，但整体来看经济处于复苏阶段也会提振贵金属供给端，因此供需效应相抵贵金属库存回落速度或相对较缓。因而二季度黄金期价在库存回落较缓的背景下或继续下行，而白银或表现的相对抗跌。
- 从**COMEX非商业和基金净多头持仓**来看，二季度COMEX黄金非商业和基金净多头持仓大概率仍会继续回落，因而黄金期价或继续下行。从白银的情况来看，虽然一季度非商业和基金净多头也呈现明显的回落态势，但仍未跌破去年5月的低点，再加上白银品种的量级明显小于黄金，一般更易受国际投行和投机力量的影响，因而白银二季度非商业和基金净多头持仓波动或大过黄金。同时，白银工业品属性在通胀预期提振下或大过金融属性，叠加可再生能源需求提振，整体下降趋势或不及黄金明显。



- 从**二季度贵金属ETF持仓量**来看，和贵金属净多头持仓的分析结论类似，我们认为SPDR黄金ETF持仓从图形以及宏观环境来看或继续回落，黄金期价将受此影响继续回落，而SLV白银ETF持仓从图形来看甚至有反弹迹象，再加上白银品种的量级明显小于黄金，一般更易受国际投行和投机力量的影响，因而SLV白银ETF持仓波动或大过黄金。同时，白银工业品属性在通胀预期提振下或大过金融属性，叠加可再生能源需求提振，整体下降趋势或不及黄金明显。
- 从**金银比价关系**来看，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，但也不排除维持在低位波动的可能，因为根据此前分析二季度黄金期价或继续下行，而白银相对波动或更大，如此金银比或难大幅抬升。



- 从**白银工业品属性**来看，一般在经济复苏阶段的工业品属性要强于金融属性，随着美国经济进一步复苏，二季度白银下游工业品需求将进一步抬升，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，二季度电子元件行业景气度或不减，白银需求有望进一步提升。而随着碳达峰和碳中和被明确为国家战略，二季度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，二季度白银期价在工业品属性提振下或相对抗跌。



- 此外，结合技术面来看，二季度上期所黄金期价或下探310元/克支撑，COMEX黄金期价或下探1400美元/盎司支撑；而上期所白银期价或最终测试4200~4400元/千克的区间支撑，COMEX白银期价或存下探20美元/盎司整数关口支撑的可能。
- 综合来看，二季度黄金期价或继续回落；白银期价也或存继续探底可能，但下方或存支撑。因而，建议投资者二季度对黄金以偏空思路对待，对白银以偏空短差操作为主，但可选择在各个支撑位逢低试多，抓取波段收益。当然，上述操作均需注意止盈止损。
- **风险点：美元指数及美债收益率回落、美股大幅回调及地缘政治风险发酵等。**

谢 谢 观 看

地址：西安市浐灞生态区浐灞大道1号浐灞商务中心二期四层

电话：029-83597677

传真：029-83597676

网址：www.cafut.cn

E-mail：caqh@cafut.cn

专业判断 以智聚财 洞烛机先 稳操胜券