



**市场博弈美联储会否提前转变政策风向，
贵金属或高位调整**

长安期货有限公司

2021年6月2日

市场博弈美联储会否提前转变政策风向，贵金属或高位调整

观点：

5月初，美国新增非农就业数据大幅不及预期，叠加疫情反弹引发市场对美国经济复苏进程放缓的预期，美联储则为了达到通胀和就业目标维持无上限量化宽松政策，而拜登政府也在临近月底提出了新的财政预算和支出计划，在此前1.9万亿和2.3万亿的基础上，又新增1.8万亿，达到6万亿的规模。受上述因素影响，美元指数持续下行，跌破90关口；长端美债收益率则维持低位震荡。以上，5月贵金属作为避险资产和对冲通胀影响资产的效用得以发挥，期价暴涨。

6月来看，虽然COMEX黄金非商业净多头持仓仍无拐头迹象，显示投资者在美联储政策转向仍需时日的背景下仍偏向看多黄金，而COMEX白银非商业净多头持仓则出现了一定的拐头迹象，显示白银多头或正逐步退出；SPDR黄金ETF持仓量目前仍呈现向上趋势，显示投资者持有黄金热情或不减，而白银吸引力会相对弱一些。但总的来看COMEX及上期所黄金库存已有所企稳，显示黄金期价或在目前高位承压，而白银库存在推动可再生能源发展的背景下，或继续回落从而在同等条件下在一定程度上限制白银期价跌幅。

综合来看，COMEX黄金期价在经历2个月的上涨之后，随着美国经济复苏得到印证，以及可能的美联储政策风向转变的提前到来，6月或存高位调整可能，但调整幅度仍要视美国经济复苏程度和美联储政策取向是否确定转变的影响。因而，黄金前多投资者需谨慎持有并关注美联储政策风向变化，较为激进者可逢高布局空单，但需做好止盈止损；白银可以高抛低吸为主，注意止盈止损。

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

一、2021年5月行情回顾

(一) 行情回顾

5月初，美国新增非农就业数据大幅不及预期，叠加疫情反弹引发市场对美国经济复苏进程放缓的预期，美联储则为了达到通胀和就业目标维持无上限量化宽松政策，而拜登政府也在临近月底提出了新的财政预算和支出计划，在此前 1.9 万亿和 2.3 万亿的基础上，又新增 1.8 万亿，达到 6 万亿的规模。受上述因素影响，美元指数持续下行，跌破 90 关口；长端美债收益率则维持低位震荡。以上，5 月贵金属作为避险资产和对冲通胀影响资产的效用得以发挥，期价暴涨，截至 5 月 31 日收盘，COMEX 黄金 5 月暴涨 7.77%，白银暴涨 7.98%；上期所沪金主连合约 5 月暴涨 6.37%，沪银主连合约更是暴涨 8.53%。

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



资料来源：文华财经，长安期货

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

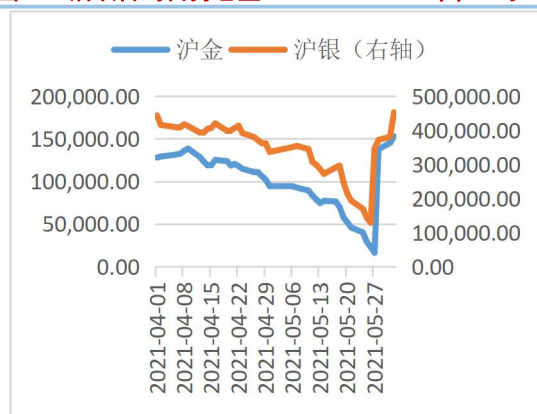


资料来源：文华财经，长安期货

(二) 持仓量与成交量

5月沪金及沪银持仓量相较4月有所回落，主要是受主力合约移仓换月的影响，5月28日其移仓换月结束后，贵金属持仓量明显反弹，回到甚至超过4月初水平。从成交量来看，5月贵金属主力合约成交较4月变化不大，维持宽幅震荡态势，显示出投资者交投较为活跃。6月来看，上半年接近尾声，除了有于6月中旬举行的美联储议息会议，三季度还将举办杰克逊霍尔全球央行年会，届时有关美联储货币政策会否转向的信息将主导贵金属走势，贵金属持仓及成交或维持高位。

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

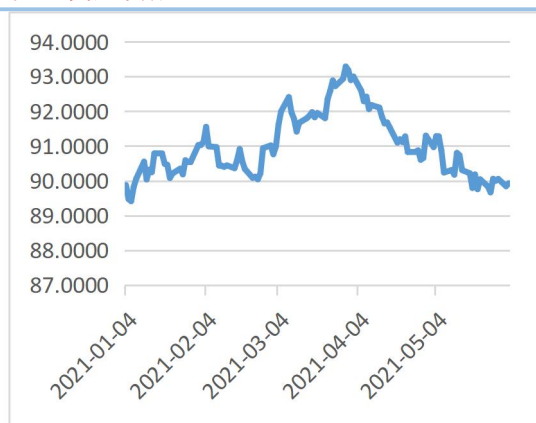
春末夏初，美国疫情出现明显反弹，部分州新增确诊人数持续攀升，甚至赶上今年1月疫情高峰时期，而疫情反弹也导致5月新增非农就业人数大幅不及预期，这坚定了美联储维持无上限量化宽松政策的决心，美元指数因此持续走低并跌破90重要关口。事实上4月初开始，美元指数就在因美联储短暂释放出“鹰派”信号，一度涨超93之后转而回落，美联储澄清将缩减购债规模的说法，强调美国通胀和就业指标离达成目标仍有距离，仍将维

持现有货币政策，是美元指数回落的重要因素。此外，扣除通胀水平之后的美国实际利率 4 月初开始震荡走低也是本轮黄金期价强势上涨，自今年 1 月份以来再度站上 1900 美元/盎司上方的重要原因。

而拜登政府也在临近 5 月底提出了新的财政预算和支出计划，在此前 1.9 万亿和 2.3 万亿的基础上，又新增 1.8 万亿，达到 6 万亿的规模，主要将投向基础设施、养老以及可再生能源建设领域。经济刺激计划的加码虽然抬升了通胀预期，但美国长端 10 年期国债收益率并未随之大幅走升，而是维持在 1.5% 上方震荡，美联储也强调近期的通胀回升是暂时性的，经济需求并未出现明显好转，通胀走升的原因更多是因为上游原材料成本的大幅抬升。因此，黄金期价仍然在高位获得支撑。

展望 6 月，最新的美国经济先行指标 PMI 终值报 62.1，续创 2007 年 5 月新高的同时好于预期的 61.5，使得在 6 月头两个交易日，美元指数和长端美债收益率迎来反弹，黄金期价承压。此外，美国联邦基金利率 5 月 28 日下降 1 个基点至 0.05%，为 4 月 30 日以来首次下降，联邦基金利率持续走低，或使得市场担忧美联储在接近零利率的政策边界极值之时，以及美国通胀水平已超过美联储设定目标的情况下，政策转向会提前到来，因而近期投资者在高位做多黄金的热情有所减弱。总的来看，COMEX 黄金期价在经历 2 个月的上涨之后，随着美国经济复苏得到印证，以及可能的美联储政策风向转变的提前到来，存在高位调整的可能，但调整的幅度仍要视美国经济复苏程度和美联储政策取向是否确定转变的影响。

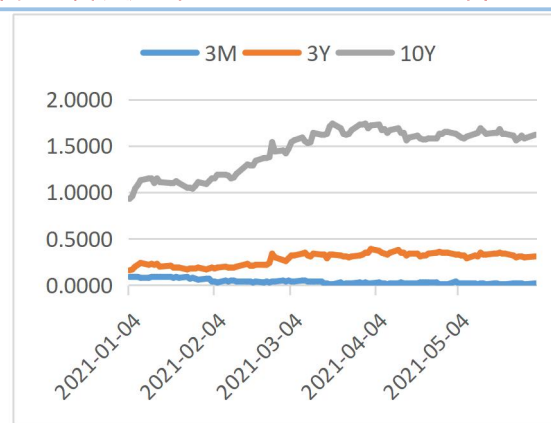
图 7：美元指数



资料来源：WIND，长安期货

图 8：美债收益率

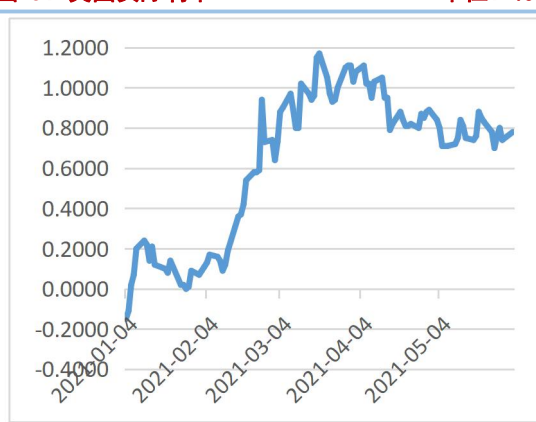
单位：%



资料来源：WIND，长安期货

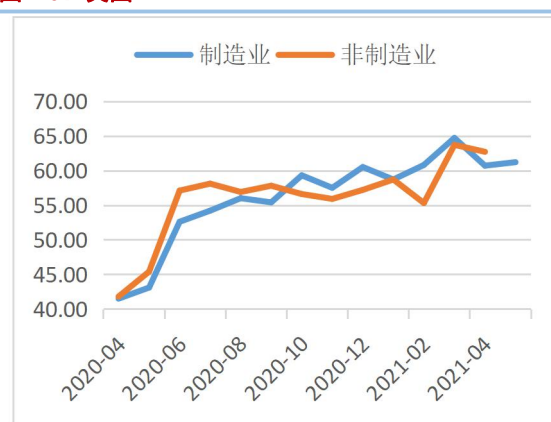
图 9：美国实际利率

单位：%



资料来源：WIND，长安期货

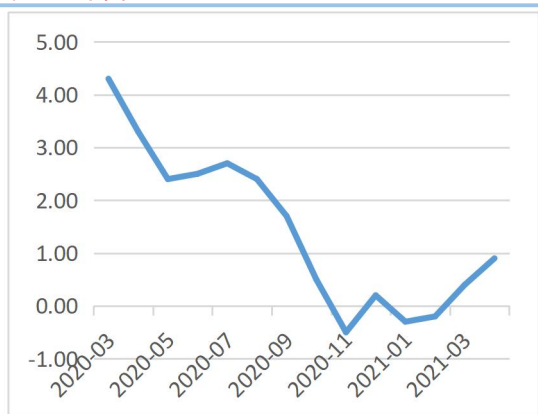
图 10：美国 PMI



资料来源：WIND，长安期货

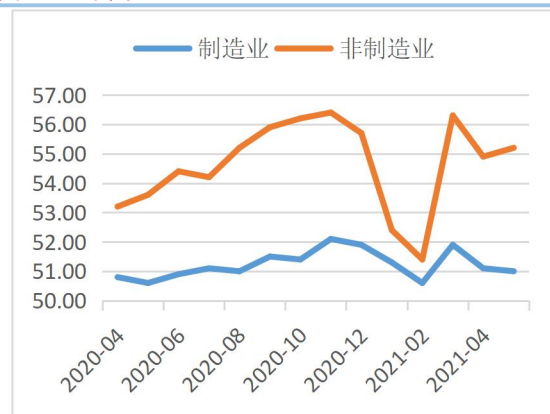
从国内宏观环境来看，上游原材料端的输入性通胀还未向下游消费端传导，4月CPI在PPI同比大增6.8%的背景下仅小幅抬升，相比美国，我国面临的通胀风险在政策调控的影响下并不严重，上期所黄金期价上方涨幅或有限。而从经济先行指标来看，5月份制造业和非制造业PMI继续维持在50荣枯线之上，我国经济仍处在景气区间，尤其是非制造业PMI环比明显抬升，显示包括服务业在内的受疫情影响最为严重的消费端仍在加速复苏，这或将提振下游黄金的消费需求。此外，“碳中和”、“碳达峰”政策必将提振可再生能源产业的发展，白银作为其重要原材料，消费端需求将受到提振。总的来看，虽然上期所沪金走势仍将跟随外盘定价，但我国黄金消费市场的强劲复苏以及可再生能源的大力发展，或在一定程度上提振沪金和沪银期价。

图 11: 中国 CPI



资料来源: WIND, 长安期货

图 12: 中国 PMI



资料来源: WIND, 长安期货

(二) 交易所库存分析

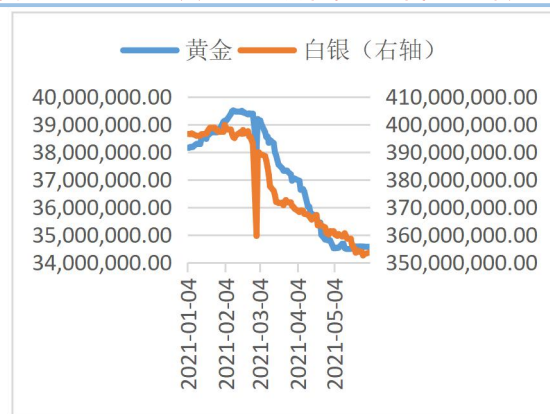
从交易所库存来看, 今年来上期所黄金库存虽有回落但仍维持高位, 白银库存则明显回落。而 COMEX 黄金和白银库存均显著回落, 这也是近几个月来黄金和白银期价出现上涨的重要因素。6 月来看, COMEX 及上期所黄金库存已有所企稳, 显示黄金期价或在目前高位承压, 而白银库存存在推动可再生能源发展的背景下, 或继续回落从而在同等条件下在一定程度上限制白银期价跌幅。

图 13: 上期所黄金、白银库存 单位: 千克



资料来源: WIND, 长安期货

图 14: COMEX 黄金、白银库存 单位: 金衡盎司



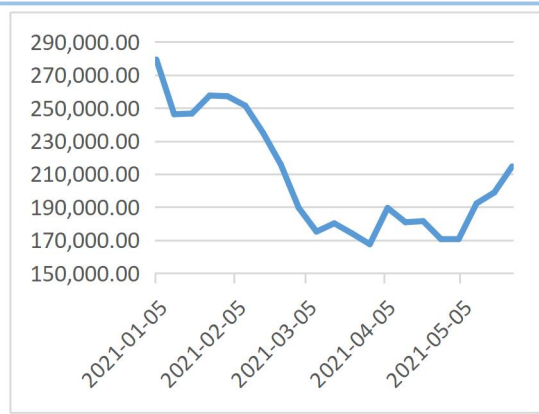
资料来源: WIND, 长安期货

(三) COMEX 非商业持仓分析

COMEX 贵金属非商业净多头持仓一般反应了投机多头的力量。COMEX 黄金非商业净

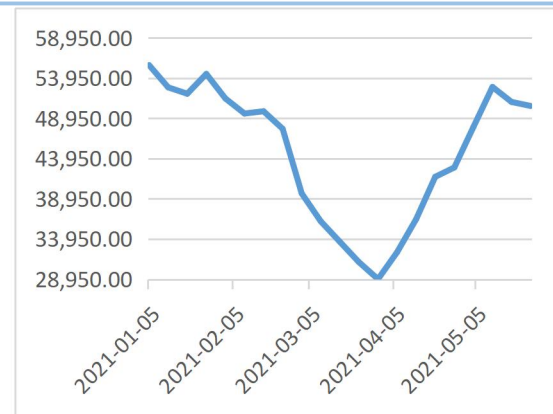
多头持仓 3 月到 5 月震荡筑底，自 5 月开始迅速抬升，因而可以看出投机多头的力量也是本轮金价上涨并站上 1900 美元/盎司的重要推手，同样，COMEX 白银非商业净多头持仓更是从 4 月就开始迅速抬升。6 月来看，COMEX 黄金非商业净多头持仓仍无拐头迹象，显示投资者在美联储政策转向仍需时日的背景下仍偏向看多黄金，而 COMEX 白银非商业净多头持仓则出现了一定的拐头迹象，显示白银多头或正逐步退出。

图 15: COMEX 黄金非商业净多头持仓 单位: 张



资料来源: WIND, 长安期货

图 16: COMEX 白银非商业净多头持仓 单位: 张

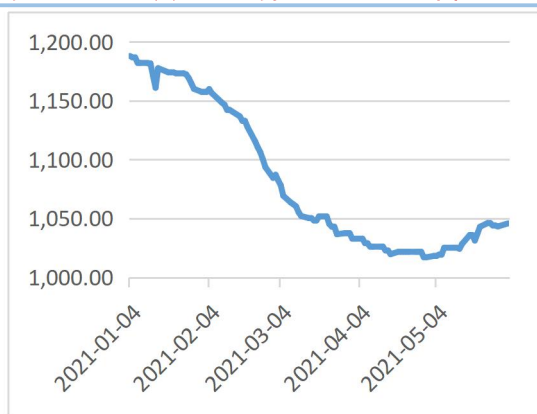


资料来源: WIND, 长安期货

(四) ETF 持仓量分析

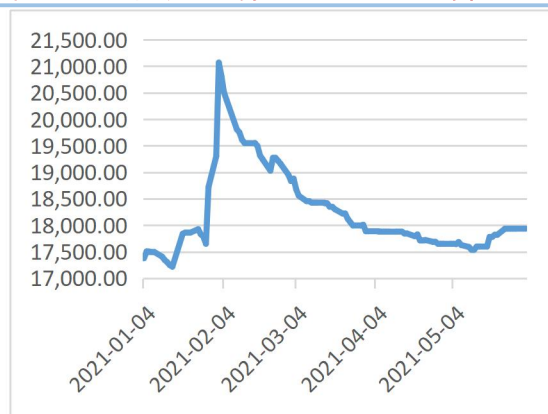
SPDR 黄金 ETF 持仓量 5 月以来触底反弹，投资者在美国疫情反弹、美联储维持宽松货币政策的背景下看多和倾向持有黄金资产，SLV 白银 ETF 持仓量则在低位震荡，显示在通胀预期下和宏观政策影响下黄金吸引力要强于白银。6 月来看，SPDR 黄金 ETF 持仓量目前仍呈现向上趋势，显示投资者持有黄金热情或不减，而白银吸引力会相对弱一些。

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 金银比都处于今年来甚至几年来的低位, 反映出黄金期价虽在近 2 个月明显上涨, 但白银相对涨幅或更大, 从而金银比并未明显修复。6 月来看, 黄金期价面临高位调整的压力, 而白银期价受工业品属性端可再生能源领域需求的推动, 期价或难大幅下跌, 因而金银比仍或维持低位。

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

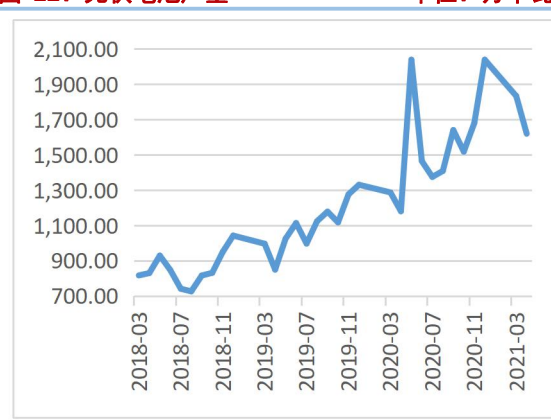
发展，上台后更是立即带领美国重回气候变化巴黎协定。从国内来看，白银下游工业品属性中的需求端主要体现在电子元件和光伏电池上。从 WIND 电子元件指数来看，今年来呈现高位震荡态势，而光伏电池产量则在去年 12 月达到高点之后有所回落。6 月来看，随着我国经济供需两端的复苏更为平衡，中美关系的逐步回暖，以及用电高峰的到来和可再生能源领域支持政策的不断出台，电子元件指数和光伏电池产量有望逐步抬升或维持高位，白银需求景气度或有所回暖。

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 6 月行情展望

5 月初，美国新增非农就业数据大幅不及预期，叠加疫情反弹引发市场对美国经济复苏进程放缓的预期，美联储则为了达到通胀和就业目标维持无上限量化宽松政策，而拜登政府也在临近月底提出了新的财政预算和支出计划，在此前 1.9 万亿和 2.3 万亿的基础上，又新增 1.8 万亿，达到 6 万亿的规模。受上述因素影响，美元指数持续下行，跌破 90 关口；长端美债收益率则维持低位震荡。以上，5 月贵金属作为避险资产和对冲通胀影响资产的效用得以发挥，期价暴涨。

6 月来看，虽然 COMEX 黄金非商业净多头持仓仍无拐头迹象，显示投资者在美联储政策转向仍需时日的背景下仍偏向看多黄金，而 COMEX 白银非商业净多头持仓则出现了一

定的拐头迹象，显示白银多头或正逐步退出；SPDR 黄金 ETF 持仓量目前仍呈现向上趋势，显示投资者持有黄金热情或不减，而白银吸引力会相对弱一些。但总的来看 COMEX 及上期所黄金库存已有所企稳，显示黄金期价或在目前高位承压，而白银库存在推动可再生能源发展的背景下，或继续回落从而在同等条件下在一定程度上限制白银期价跌幅。

综合来看，COMEX 黄金期价在经历 2 个月的上涨之后，随着美国经济复苏得到印证，以及可能的美联储政策风向转变的提前到来，6 月或存高位调整可能，但调整幅度仍要视美国经济复苏程度和美联储政策取向是否确定转变的影响。因而，黄金前多投资者需谨慎持有并关注美联储政策风向变化，较为激进者可逢高布局空单，但需做好止盈止损；白银可以高抛低吸为主，注意止盈止损。

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