



金融投资专业理财

贵金属半年报

2021年6月28号

货币缩紧预期增强 美指止跌金银承压

摘要

2021年上半年贵金属均震荡下滑，其中沪金主力跌幅大于沪银，银价受到基本金属普涨提振，表现较为抗跌。金价下跌压力主要受到全球新冠肺炎疫情避险情绪减弱带来的经济复苏预期增强，美元指数止跌走高，加之市场对于流动性缩紧预期持续。展望下半年，以上利空因素对于贵金属的打压作用犹存，美联储最新会议纪要释放鹰派信号，随着疫苗的持续推进，海外经济复苏加速，美指亦涨难跌均将使得金银承压。不过中美不确定关系犹存，通胀风险持续，则将部分支撑金银，且白银在工业需求上升的支撑下，预期将较黄金较为抗跌。

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
陈一兰
投资咨询证号：
Z0012689

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



目录

一、2021 上半年贵金属市场行情回顾.....	2
二、贵金属下跌压力分析.....	3
1、疫情避险减弱经济复苏预期增强，流动性拐点忧虑打压贵金属.....	3
2、海外疫情相对缓和，美联储释放鹰派信号.....	4
3、美国 CPI 年率意外“爆表”.....	4
4、2021 年美国 GDP 增速预期上调.....	5
5、美国新增非农就业意外低于预期.....	5
6、2021 年上半年美债收益率延续反弹.....	6
三、不确定性因素扰动.....	7
1、通货膨胀率持续.....	8
2、地缘政治风险不确定犹存.....	8
四、供需焦点.....	9
1、黄金需求—黄金储备需求稳健.....	9
2、白银需求—供应下降，需求上升.....	9
3、投资需求—黄金 ETF 持仓续降，白银 ETF 持仓冲高回落.....	10
4、投资需求—金银 CFTC 非商业净多持仓均下滑.....	10
五、2021 下半年贵金属行情展望.....	11
免责声明.....	12

一、2021 上半年贵金属市场行情回顾

2021 上半年贵金属走势均震荡下滑，其中沪金主力跌幅大于沪银，银价受到基本金属普涨提振，表现较为坚挺。期间沪金主力一度创下 2020 年 3 月 23 日以来新低 354.58 元/克，沪银一度触及 2020 年 12 月 4 日以来新低 4971 元/千克，年内高点均远不及 2020 年内高点。截止 6 月 24 日，沪金主力 2012 合约收盘报 371.94 元/克，较上年末跌 31.38 元/克或 7.78%。同时，沪银主力 2012 合约收盘报 5422 元/千克，较上年末跌 341 元/千克或 5.9%。期间国内疫情有效控制而海外疫情反复造成沪市贵金属表现稍弱于外盘的主要原因，截止 6 月 24 日，伦敦金报收 1775.01 美元/盎司，较上一年末跌 6.47%，伦敦银报收 25.928 美元/盎司，较 2020 年末跌 1.67%。接下来，我们根据金银的月线图拉来回顾下金银走势。

沪金：一季度，期金震荡回落，期间年内高低点均于此区间建立，最高触及 404.96 元/克，最低触及 354.58 元/克，较 2020 年 12 月末累计跌幅超 9.52%。年初美国政局动荡，市场恐慌指数上升，美元指数止跌反弹。同时随着海外疫情避险情绪减弱，市场对于经济复苏预期增强，流动性拐点忧虑以及美债收益率持续上扬亦使得金价承压。

二季度，期金先扬后抑，运行区间为 397.28-357.36 元/克。其中 3 月初-5 月底金价实现止跌反弹，期间海外疫情再起，加之拜登 1.9 万亿财政刺激计划的推出，市场通胀忧虑升温以及中美、中英地缘政治风险再起均对金价构成提振。六月，随着美联储会议纪要释放鹰派信号，市场流动性拐点忧虑升温，美指止跌反弹则使得金价高位回落，月内跌幅超 5.8%。

2021年上半年期金震荡走弱

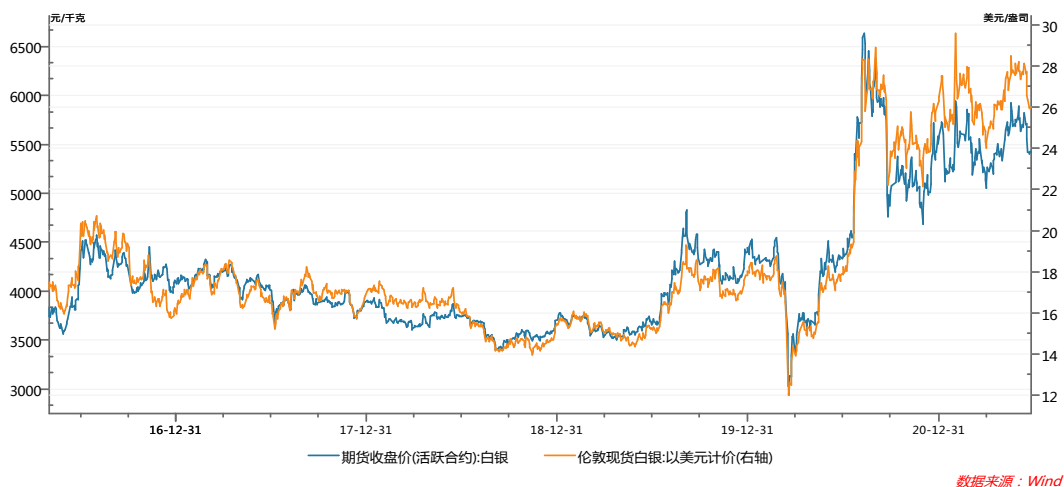


图表来源：瑞达期货研究院、wind

沪银：一季度，期银跟随金价震荡回落，年内高低点亦在此区间确立，最高触及 6166 元/千克，最低触及 5072 元/千克，累计跌幅达 9.06%，不过白银价格走势与金价相比在 2 月份有所背离，白银一度止跌走高，而沪金延续走弱，因白银的工业属性受到基本金属普涨提振，因而与金价走势分化。

二季度，期银先扬后抑，与金价走势基本一致，金银比得到修复。期间基本金属在国家高层及抛储传闻落地的压力下有所回调，对银价的支撑作用减弱。

2021年上半年期银小幅走弱



数据来源: Wind

图表来源: 瑞达期货研究院、wind

二、贵金属下跌压力分析

1、疫情避险减弱经济复苏预期增强，流动性拐点忧虑打压贵金属

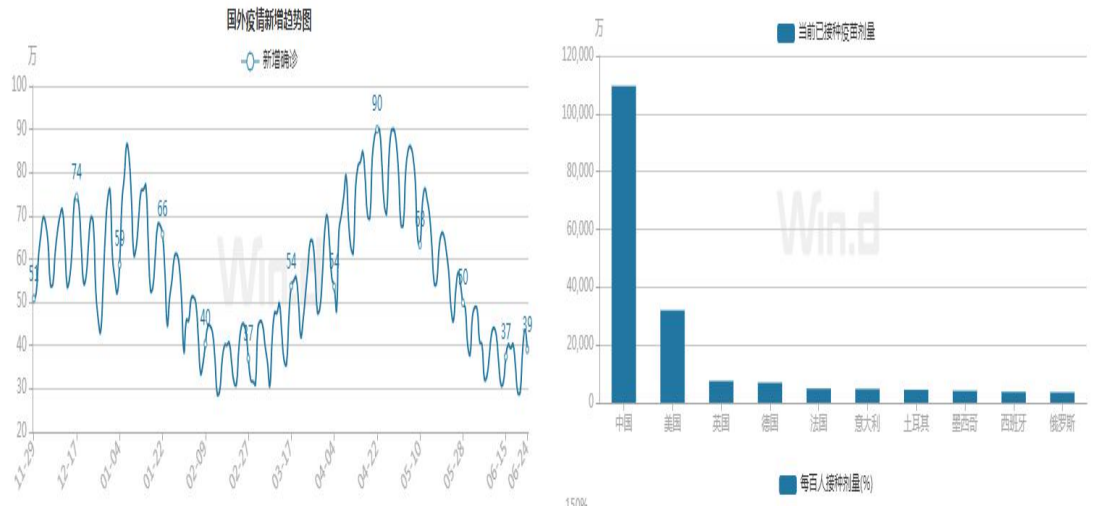
2021 上半年全球经济增长表现相对强劲，从全年经济预测来看，较 2020 年全线复苏，根据世界货币基金组织(IMF) 4 月的报告显示，2021 年全球经济增长或达 6%，与 2020 年 3.3%的萎缩全面反弹，2022 年增速或放缓至 4.4%，高于过去 5 年 2.6%的平均增速。其中，2021 年美国的经济表现在发达经济体当中与西班牙并列第一，预计将达到 6.4%，欧元区为 4.4%，而中国的经济增速为 8.4%，仅次于印度的 12.5%，高于 2020 年的 2.3%。一季度中国 GDP 同比大增 18.3%，为 1992 年政府公布数据以来的同比最大增幅，因 2020 年受疫情影响低基数效应作用，同时产业结构调整继续。其中，一季度第三产业增长 15.6%，第二产业增加值增速增至 24.4%，同时第三产业占 GDP 的比重降至 41.6%，同比下滑 17.4%，高于同期第二产业 37.2%的比重。OECD 认为全球经济增长风险在于由于难以获得足够的疫苗以及对新兴市场和低收入经济体的支持，贫富差距问题将进一步恶化。同时新的病毒变种和封锁措施将进一步打击经济复苏的信心。此外随着通胀上升，原材料价格快速上涨，将推高利率和波动。对于贵金属而言，海外疫情反复所带来的全球经济增长的不确定性犹存，不过随着海外疫情的逐步控制，市场对于欧美主要国家经济重启信心增强，且随着经济的复苏，各国央行或缩紧货币政策，流动性拐点预期将限制贵金属多头氛围。

国家	2020 年	2021 年	2022 年
全球经济	-3.3%	6.0%	4.4%
发达经济体	-4.7%	5.1%	3.6%
美国	-3.5%	6.4%	3.5%
欧元区	-6.6%	4.4%	3.8%
英国	-9.9%	5.3%	5.1%
日本	-4.8%	3.3%	2.5%
新兴经济体	-2.2%	6.7%	5.0%
中国	2.3%	8.4%	5.6%
印度	-8.0%	12.5%	6.9%

图表来源：瑞达期货研究院、IMF

2、海外疫情相对缓和，美联储释放鹰派信号

截止 6 月 25 日，国外新冠肺炎累计确诊病例达 18063 万例，现有确诊病例降至 1552 万例，单日新增确诊病例回落至今年年初以来水平。其中美国现有确诊 497 万人，单日新增确诊亦已回落至单日万人左右，排名为巴西及印度之后，此前美国单日新增确诊病例一度为全球第一。作为全球第一大经济体，随着疫苗的加速推进，美国疫苗接种剂量仅次于中国，美国疫情的缓和，使得市场避险情绪缓和。并且近期美国公布经济数据普遍向好，美国经济是国际宏观经济发展的风向标，同时也影响美联储加息的进程。美联储最新的会议纪要显示一些与会者建议，如果经济继续朝着委员会的目标取得快速进展，在即将召开的会议上的某个时候开始讨论调整资产购买步伐的计划可能是合适的，整体会议基调偏鹰派。美国达拉斯联储主席预计美联储将在 2022 年首次加息，亚特兰大联储主席预计美联储将在 2023 年加息两次。



图表来源：瑞达期货研究院、wind

3、美国 CPI 年率意外“爆表”

通胀方面，消费者物价指数（CPI）是从消费者的角度衡量消费品和劳务价格变化的指标，主要用来衡量美国购买趋势变化和通货膨胀，如果指数比预期更高，则应认为美元强势，而如果指数比预期更低，则应认为美元弱势。美国劳工部公布的数据显示，美国 5 月份消费者价格指数 CPI 同比 5%，高于预期 4.7% 与前值 4.2%，创 2008 年 8 月以来最高；5 月核心 CPI 同比 3.8%，高于预期 3.5% 与前值 3%，创 1992 年来新高。其中商品价格同比上涨 6.5%，创 1982 年以来最高增速，服务价格也在大幅增长。数据公布后，美指短线拉升，黄金短线下挫。数据表明随着疫情的缓和，美国经济复苏加速，需求增长。富国银行最新

年中预测显示，预计 2022 年底美国 CPI 为 2.8%，而 2021 年底将为 3.8%。

美国CPI增速连续四个月上涨



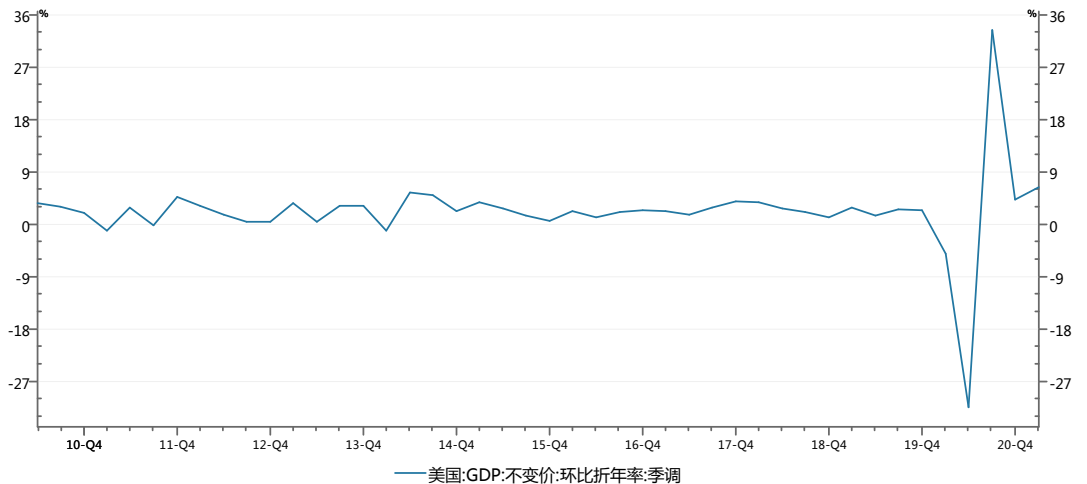
数据来源：Wind

图表来源：瑞达期货研究院、wind

4、2021 年美国 GDP 增速预期上调

美国 GDP 作为一个总量经济指标，它反映了美国宏观经济运行中生产、分配和使用经济资源的总体水平，是衡量美国经济情况最重要的指标。美国 GDP 越高，则说明美国经济发展良好，汇率趋强，意味着美元走强，进而利空黄金；反之，GDP 偏低，则利多黄金。美国商务部发布数据显示，美国一季度实际 GDP 年化季环比终值录得 6.4%，与预期中值 6.4% 及初值 6.4% 持平。第一季度实际 GDP 的增长反映了个人消费支出 PCE、非住宅固定资产投资、联邦政府支出、住宅固定资产投资以及州和地方政府支出的增长。分类目来看，GDP 的最大提振来自耐用品制造业，而最大的拖累则是非耐用品制造业。美联储最新经济预期摘要显示预计 2021 年美国 GDP 将增长 7%，此前料增 6.5%；2022 年料增 3.3%，前次料增长 3.3%；2023 年料增 2.4%，前次料增长 2.2%。世界银行预计今年全球 GDP 扩张 5.6%，预计美国 GDP 增长 6.8%。

IMF上调美国GDP增长预期



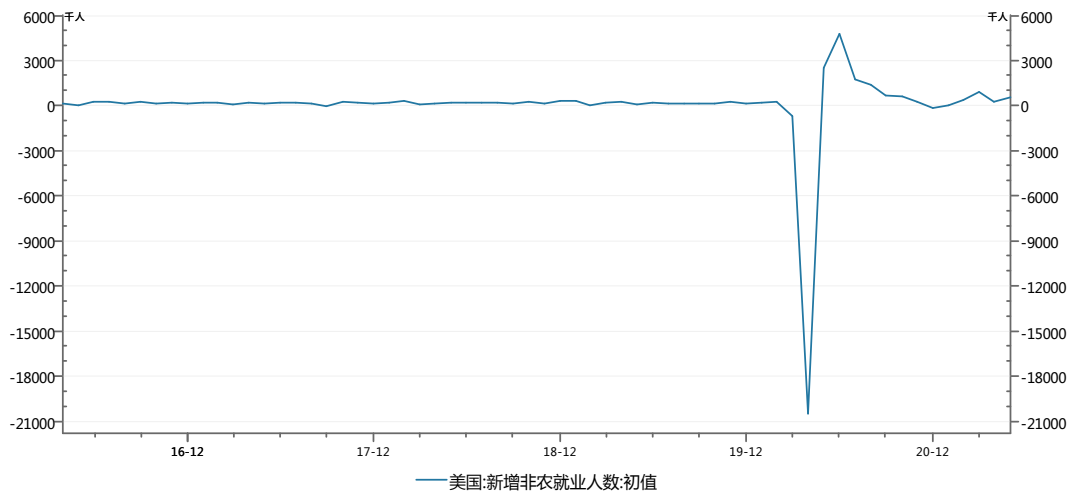
数据来源：Wind

图表来源：瑞达期货研究院、wind

5、美国新增非农就业意外低于预期

非农就业数据是确定美国经济状态的重要指标，也是预测其未来经济活动水平的重要依据，此外还是判断美联储加息与否以及美元指数走势的关键信息。美国劳工部公布数据显示，5月非农就业人口增加55.9万人，低于预期67.5万人，高于前值26.6万人。5月失业率5.8%，低于预期5.9%与前值6.1%。有数据显示进入5月份，美国已经恢复了疫情以来2200万个失业岗位中的1430万个。而与2020年2月疫情前水平相比，非农就业人数5月仍减少了760万或5.0%。工资方面，美国平均时薪从4月的0.4%上升至5月的2.0%，超出预期1.6%。消息公布后，美指短线下挫，黄金短线走高。不过美国5月小非农大超市市场预期，美国5月ADP就业人数增加97.8万，远超预期65万与前值65.4万。美国总统拜登称5月非农就业报告体现出美国经济取得“历史性进展”。

美国5月新增非农意外低于预期



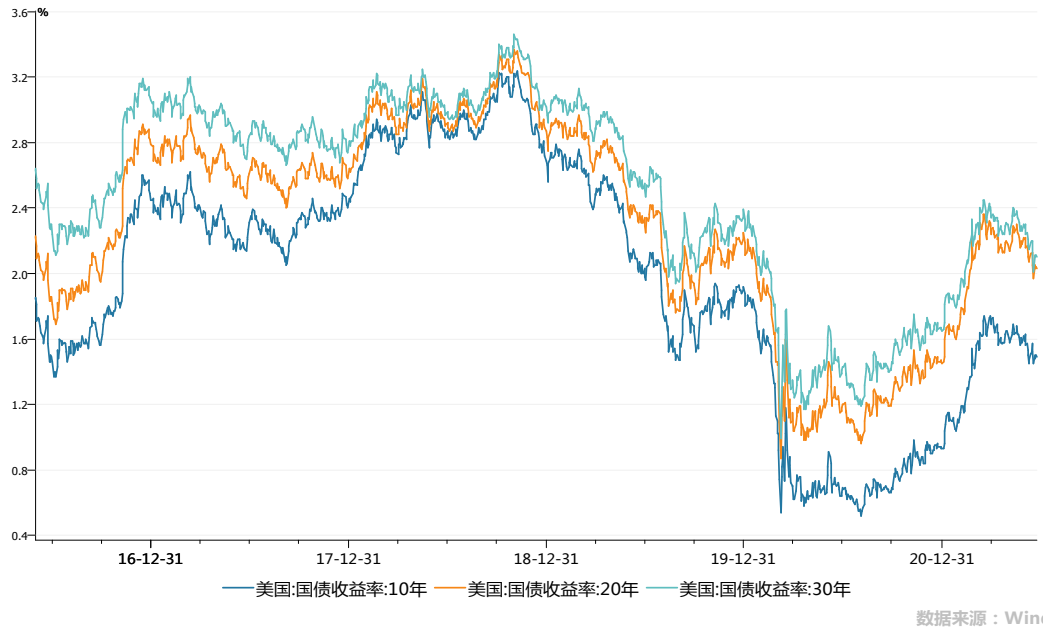
数据来源: Wind

图表来源: 瑞达期货研究院、wind

6、2021年上半年美债收益率延续反弹

美债期限利率倒挂被视作预测美国经济前景的重要观察指标。当市场普遍对经济前景预期乐观时，融资需求和通胀预期均会相应上升，此变化反映到债券期限利差的结果，就是长期利率与短期利率间利差的扩大；反之，当经济前景预期变差时，甚至预期将出现衰退时，期限利差就会出现倒挂局面。此前鲍威尔强调说，收益率曲线是美联储监控的指标之一，美联储将考虑把收益率曲线控制作为新增工具以刺激低迷的经济。2021以来，美债收益率延续反弹，这也与年内贵金属价格震荡回落相呼应。截止6月24日，五年期美债收益率报1.49%，较上年末涨0.56%，去年同期为0.69%；十年期美债收益率报2.03%，年涨0.58%，去年同期为1.21%；30年期美债收益率报2.1%，较上年年末涨0.45%，去年同期为1.44%。此前美债收益率至3月份以来有所回落，不过近期又有反弹迹象，因美联储释放鹰派信号，加息威胁压顶。

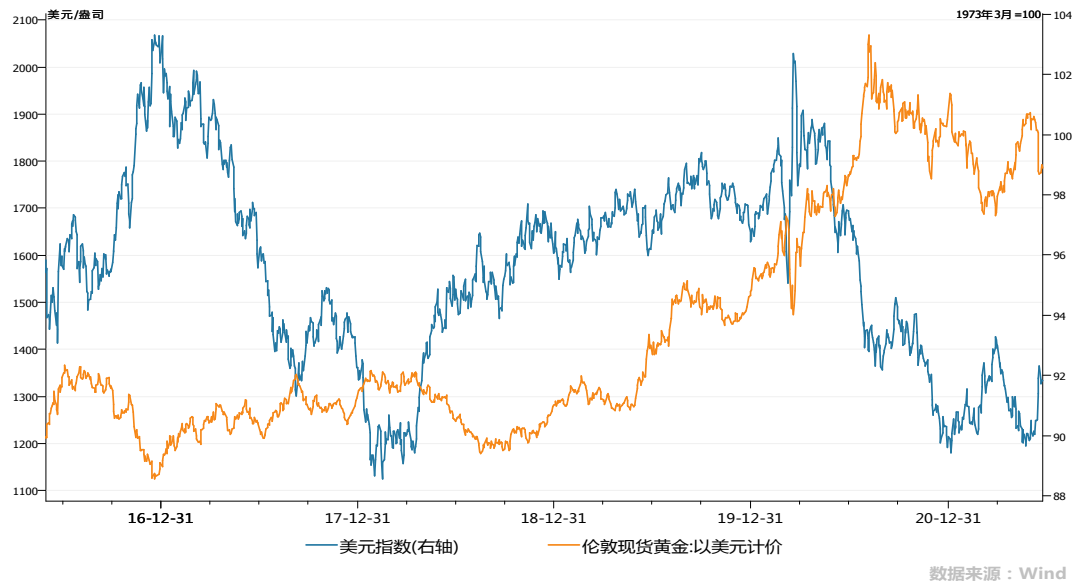
2021年美债收益率延续反弹



图表来源：瑞达期货研究院、wind

综上，展望 2021 年下半年美国经济，近期美国经济数据整体表现较为乐观，疫情对于经济影响减弱，并且随着疫苗的持续推进，疫情有望进一步控制，经济复苏预期增强，影响投资者信心。美联储最新的“褐皮书”对美国整体经济活动的描述维持“温和复苏”，且增速略高于上一报告期，乐观地认为经济增长将保持稳健。而鲍威尔预计，今年秋季将看到就业强劲增长，劳动力市场还有很长的要走，需要继续提供支持，填补职位空缺需要时间。不过仍需要注意的是疫情控制的持续性，以及中美关系的不确定性、地缘政治等方面仍将扰动市场。2021 年美国整体经济复苏持续这使美元指数受到一定支撑，对贵金属构成打压。

美元指数止跌，金价震荡回落

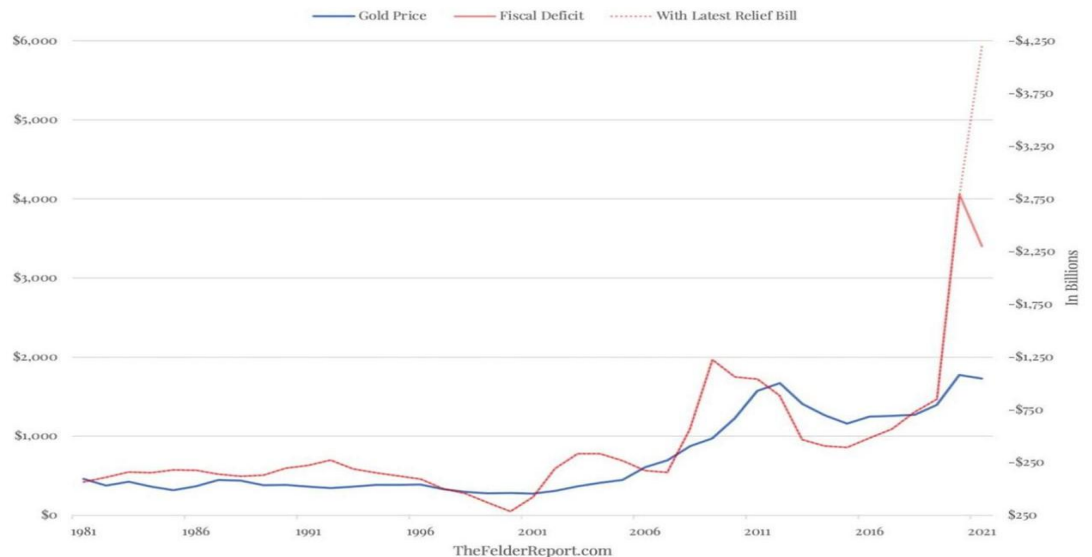


图表来源：瑞达期货研究院、wind

三、不确定性因素扰动

1、通货膨胀率持续

黄金价格走势和通货膨胀存在长期均衡关系,黄金仍然是抵抗通货膨胀的有效工具。近期美联储主席鲍威尔在美联储会议纪要释放鹰派信号后,为了缓和市场发声表示:“近几个月,通胀已明显上升,考虑到疫情初期的通胀数据非常低;油价此前上涨传导至消费类能源价格;支出因经济持续复工而反弹;以及恶化的供应瓶颈因素,后者限制了一些经济领域近期迅速生产的速度。随着这些暂时的供应影响减少,通胀料将朝着美联储的长期目标方向回落。”鲍威尔强调通胀的暂时性,另一方面却说明当前的通胀水平对货币政策已经形成冲击。目前美国财政赤字正如2011年美国走出衰退时那样处于见顶阶段,那么金价的牛市亦将结束。然而2020年在新冠疫情的影响下,美国预算赤字扩大到3.1万亿美元创历史新高,金价虽跟随上扬,但涨幅仍远不及美国财政赤字的上行速度。此外美国国会预算办公室最新估计2021年的财政赤字将为2.3万亿美元,这包括美国最新通过的1.9万亿美元刺激计划以及目前正在筹备的3万亿美元基础设施计划,表明今年美国财政赤字的规模仍将无比庞大,而这仍将在一定程度上支撑金价。



图表来源：瑞达期货研究院、wind

2、地缘政治风险不确定犹存

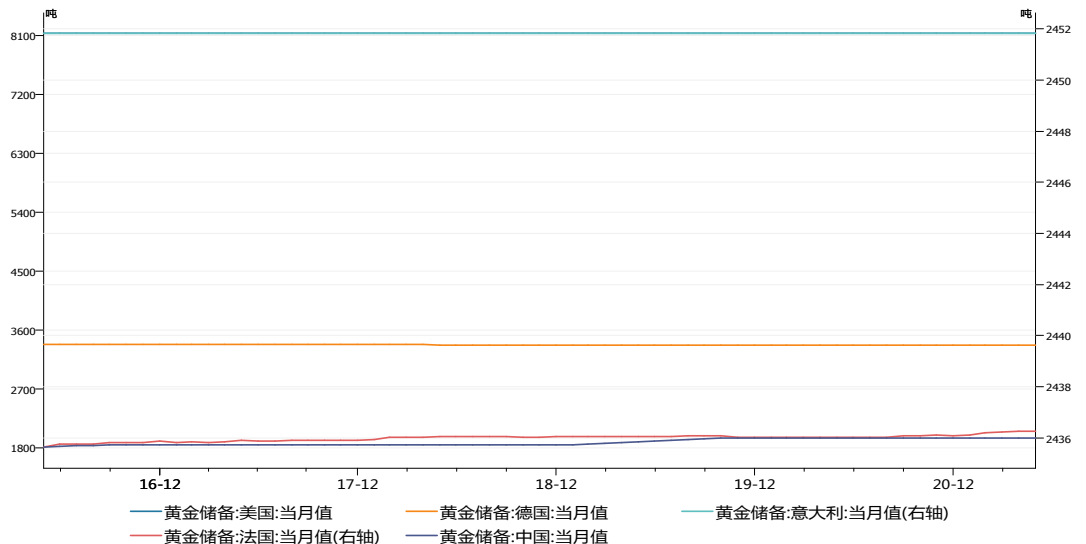
此前新疆问题引发的中国和西方国家的紧张局势再起,中美、中英关系再度引燃舆论。而中美阿拉斯加高级会晤,但双方并未取得重大外交突破。3月25日,拜登首场总统新闻发布会上表示,在中美关系方面,在其任期内绝不会允许中国超越美国成为世界头号强国。此外,3月23日欧盟宣布就涉疆问题制裁中国官员和实体之后,英国也宣布了对中国有关个人和实体进行单边制裁。中国外交部26日发公告,对英方9名人员和4个实体实施制裁。此外中东、美俄、美伊和“其他”等地缘政治风险依然存在,疫情可能使社会内部或国家之间出现更严重的分裂,地缘政治风险的不确定性对于金价的支撑作用犹存。

四、供需焦点

1、黄金需求—黄金储备需求稳健

黄金储备一直是各国国际储备多元化构成的重要部分。黄金兼具金融和商品的多重属性，有助于调节和优化国际储备组合的整体风险收益特性。世界黄金协会最新报告显示，4月份全球央行官方黄金储备净增69.4吨。其中，总购金量为74.1吨，其中泰国央行购金43.5吨，成为本月最大的购金央行，其余依次为土耳其（13.4吨），乌兹别克斯坦（8.4吨），以及哈萨克斯坦（4.6吨）和吉尔吉斯斯坦（3.8吨）。售金央行中，5月俄罗斯央行黄金储备减少3.1吨，与1月减持幅度相当，德国央行售出黄金1.3吨，与其铸币举措相关。2020年各国央行净购金量为273吨，同比下降近60%。此外根据世界黄金协会（WGC）的最新调查，各国央行预计黄金将继续在其储备中发挥重要作用，有接近五分之一的央行预计会在今年增加黄金储备，同时没有央行预计会在今年出售黄金。

各国央行黄金储备需求稳健



数据来源：Wind

图表来源：瑞达期货研究院、wind

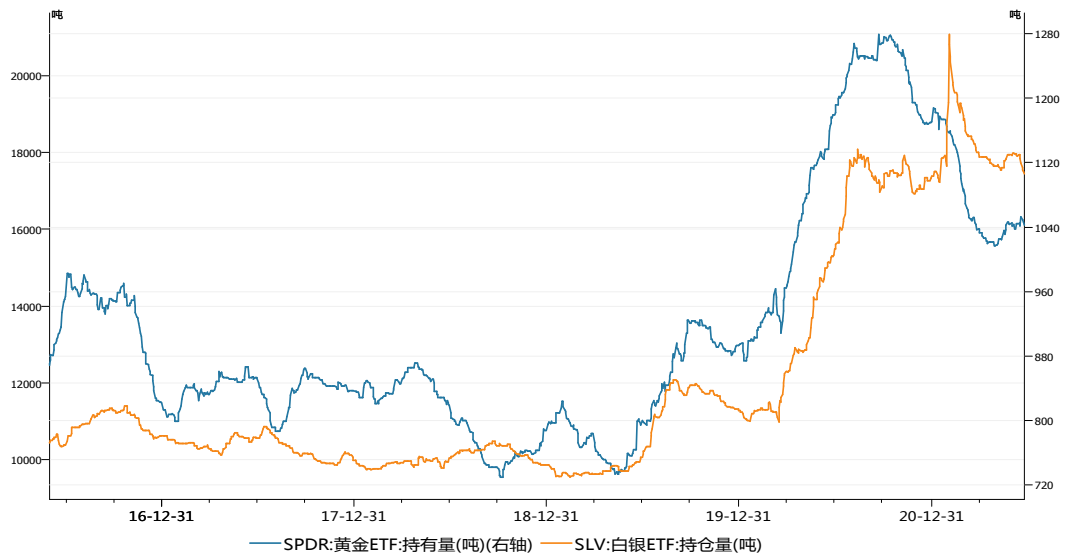
2、白银需求—供应下降，需求上升

首先供应方面，据 SilverInstitute 报告显示，受疫情影响 2020 年全球银矿供应量同比下降 6.3%，2021 年预期供应恢复有限。其次需求方面，在海外经济复苏预期增强的背景下，宏观氛围方面整体利空贵金属，但从白银的另一重要工业属性来看，却是呈现利多。在欧美国家经济的重新开放以及可再生能源的大规模生产将推动对太阳能电池板的需求增加。此前拜登提出了 2 万亿美元的“清洁能源计划”，要在 2050 年之前实现净零碳排放。世界银行最新报告预测，到 2050 年能源技术中的白银消费量可能会急剧增长，达到目前白银总需求量的 50% 以上。此外随着零售商店的重启，消费者对珠宝首饰需求将会增加。高盛表示对金属市场感兴趣的投资者应当更加关注白银，白银是太阳能电池板关键组成部分，比黄金更适合投资。

3、投资需求—黄金 ETF 持仓续降，白银 ETF 持仓冲高回落

衡量投资者情绪的 ETF 持仓方面，数据显示全球规模最大贵金属走势有所分化，其中黄金 ETF 持仓延续 2020 年底以来跌势，而白银 ETF 持仓则是冲高回落。截止至 6 月 24 日，SPDR Gold Trust 黄金 ETF 基金持仓量为 1042.87 吨，同比增加 240.91 吨（+20%），较 2020 年末累计下滑 127.87 吨（历史高点为 2012 年 12 月 27 日创下的 1353.35 吨）。同时截止至 6 月 24 日，iShares Silver Trust 白银 ETF 持仓量为 17450.53 吨，同比大增 7503.03 吨（+49%），较 2020 年末小增 72.52 吨。

黄金ETF持仓续降，白银ETF持仓冲高回落

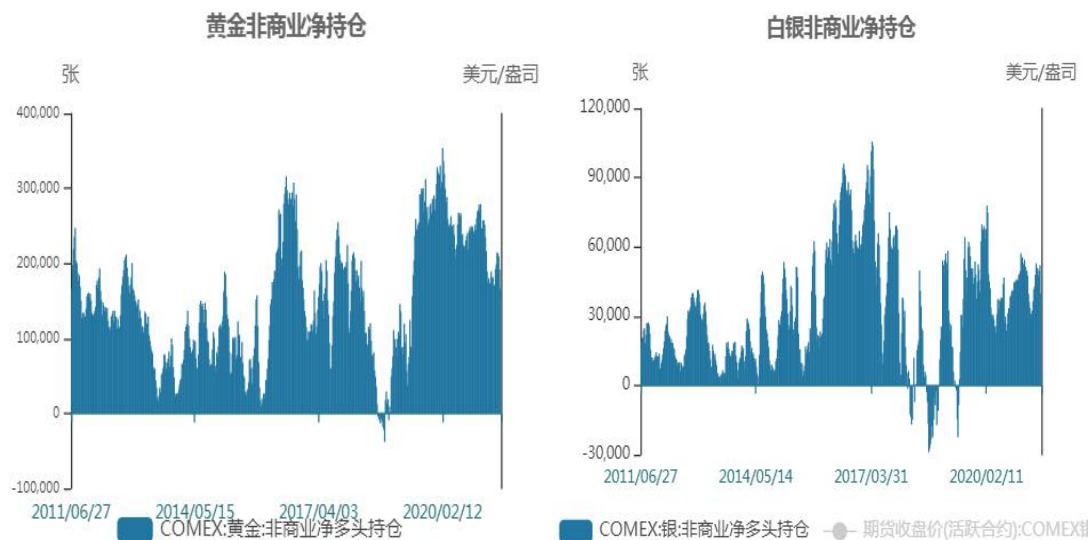


数据来源：Wind

图表来源：瑞达期货研究院、wind

4、投资需求—金银 CFTC 非商业净多持仓均下滑

美国商品期货交易委员会（CFTC）公布的持仓数据显示，2021 年以来贵金属持仓均维持净多状态，不过较上年末均有所回落，表明投资者看多贵金属氛围下滑。其中截至 6 月 22 日当周，COMEX 黄金 CFTC 非商业净多持仓为 166214 手，较去年同期下滑 100456 手（-39%），较去年年末下滑 102658 手（-38%），显示黄金多头氛围下滑。同时截至 6 月 22 日当周，COMEX 白银 CFTC 非商业净多头持仓为 39871 手，较 2020 年末下降 14908 手（-27%），但较去年同期上升 1948 手（5%）。



图表来源：瑞达期货研究院、wind

五、2021 下半年贵金属行情展望

首先考虑全球经济增长前景，下半年全球经济增长将延续复苏格局，其中新兴经济体和发达国家之间的增长差异将缩小，因为欧美主要经济体新冠肺炎疫情有所控制，经济迎来强劲复苏，但疫情的反复所带来的不确定仍将是抑制经济增长的关键因素。欧元区经济形势复苏稍弱，不过欧央行认为下半年经济将加速，其将在第三季度显著加快紧急抗疫购债计划（PEPP）的购买速度，银行杠杆率宽限措施期延长 9 个月，令欧元区经济延续有效增长点拉动。而下半年中国经济增速或有所缓和，但整体仍保持稳健。在此背景下，随着美联储缩紧货币预期增强，全球货币政策将有所趋紧，即便欧日等国保持低利率，但宽松的货币政策对经济刺激的边际效应递减，流动性趋紧将是主旋律，将减少资产在大宗商品中的配置比例，整体宏观氛围对于贵金属表现中性偏空。基本上，全球央行对于黄金储备需求依旧稳健，而白银工业需求在“碳中和”背景下，有望进一步提高，表明贵金属基本面支撑犹存。不过目前金银价格均处历史高位，预期在宏观市场的压力下，或将延续回调。

综述，笔者认为 2021 年下半年贵金属价格或延续回调，但回调空间有限。沪金合约的运行区间关注 330-410 元/克，而沪银合约的运行区间建议关注 4500-6200 元/千克。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，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，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。