



2021年8月4日 星期三

疫情扰动经济复苏节奏

金银后市依然承压

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

要点

- 虽然德尔塔病毒的扩散使经济复苏遇到波折，但全球经济仍在朝着复苏的方向前进。美国就业市场的复苏尚未稳定，是影响美联储开启缩减QE时间的主要不确定性因素。在疫苗普及、财政支出压力的背景下，个人救助政策在9月大概率将会终止，这将会驱动劳动力重回市场。美联储货币政策在下半年将会边际收紧的趋势不会改变，美元指数和美国实际利率都有上行的空间。
- 短期贵金属会随着疫情和数据的波动而震荡，但中期依旧面临回落的压力。预计8月份国际金价的主要波动区间将在1750-1830美元/盎司之间，国际银价将在24-26美元/盎司之间波动。
- 投资策略建议：金银逢高沽空
- 风险因素：德尔塔疫情的控制不及预期

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、就业市场复苏未稳，美联储维持鸽派.....	5
2、欧元区经济加速复苏，欧央行维持货币宽松.....	5
三、市场结构及资金流向分析.....	7
1、金银比价变化.....	7
2、铜金比价变化.....	8
3、期现及跨期价差变化.....	9
4、贵金属库存变化.....	9
5、金银 ETF 持仓分析.....	11
6、CFTC 持仓变化.....	12
四、行情展望及操作策略：.....	12

图表目录

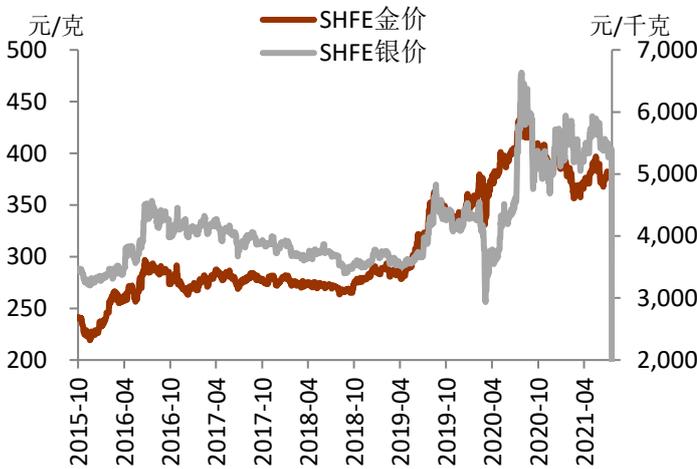
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 金价与 VIX 指数的变化	6
图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化	6
图表 7 主要经济体 GDP 增速变化	6
图表 8 美欧经济意外指数变化	6
图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 11 美国就业情况变化	7
图表 12 主要经济体 CPI 变化	7
图表 13 COMEX 金银比价变化	8
图表 14 沪期金银比价变化	8
图表 15 铜金比价变化	8
图表 16 金价与铜价走势对比	8
图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化	9
图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化	9
图表 19 COMEX 贵金属库存变化	10
图表 20 COMEX 黄金库存变化	10
图表 21 COMEX 白银库存变化	10
图表 22 上海黄金交易所白银库存变化	10
图表 23 上海期货交易所白银库存变化	10
图表 24 贵金属 ETF 持仓变化	11
图表 25 黄金 ETF 持仓变化	11
图表 26 白银 ETF 持仓变化	11
图表 27 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化	12
图表 28 CFTC 黄金净多头持仓变化	12
图表 29 CFTC 白银净多头持仓变化	12

一、贵金属行情回顾

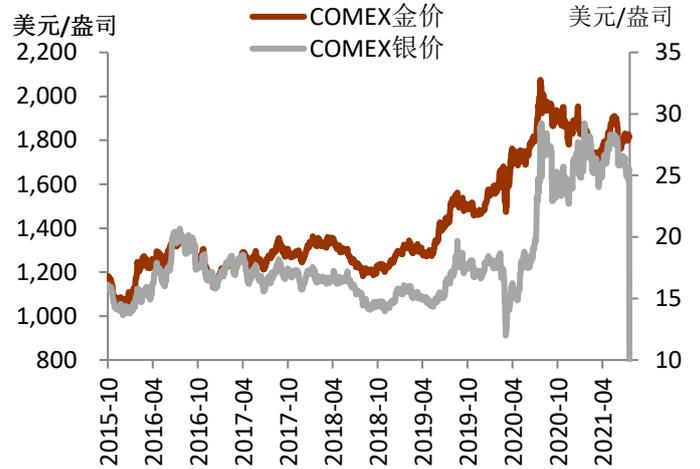
7月金银价格走势分化明显。金价6月底的低位反弹，持续攀升。主要因德尔塔变异病毒的扩散对经济复苏的威胁增加提振了避险需求，且美国通胀数据继续飙升，市场对滞涨预期的交易提振了金价走势。银价则延续了6月的跌势，在7月继续震荡下行。一方面是受到经济复苏可能不及预期的影响，另一方面则是对上半年相对坚挺的价格走势的补跌。截至7月底，COMEX期金主力合约报收于1817美元/盎司，月度涨幅为2.61%；COMEX期银主力合约报收于25.55美元/盎司，月度跌幅为2.69%。COMEX金银比价则从6月底的68上涨至71一线。因人民币兑美元汇率有所贬值，国内金银价格走势均强于外盘。

进入8月，贵金属价格走势震荡。市场在等待美国7月非农就业数据落地，以评估美国就业市场的复苏情况，以及美联储可能缩减量化宽松时间表。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

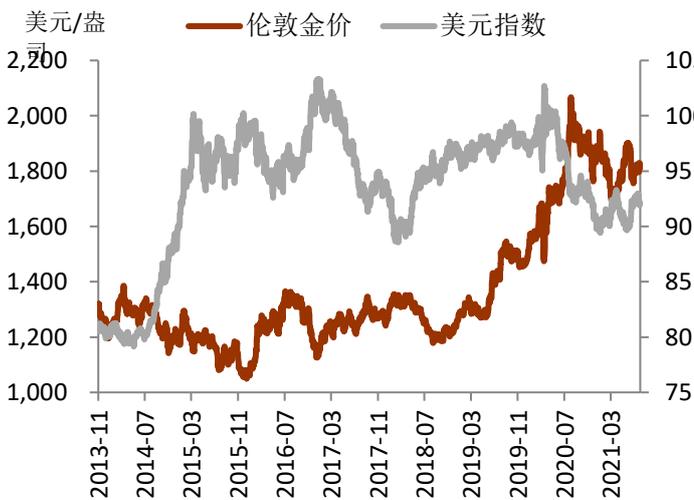


图表2 近5年COMEX金银价格走势

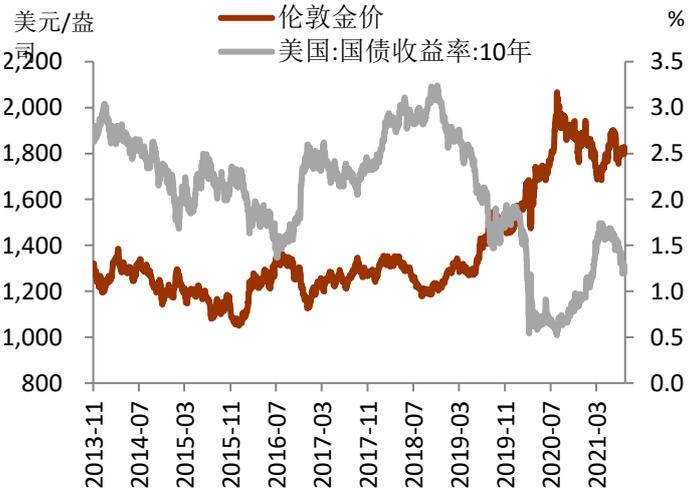


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

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

当前新冠变异病毒德尔塔毒株在全球加速传播，多个国家和地区疫情卷土重来甚至再现疫情高峰，全球抗疫依然面临严峻挑战。而美国得经济数据出现波动，市场对美联储何时收紧 QE 存在分歧，贵金属价格走势波动加大。

1、就业市场复苏未稳，美联储维持鸽派

美国二季度 GDP 环比折年率为 6.5%，第一季度 GDP 小幅下修至 6.3%，增速并不算低，但不及市场预期的 8.4%，表明美国经济虽已一定程度摆脱新冠疫情束缚，经济总量基本恢复至疫情前水平，但距离完全复苏仍有距离。从结构上看，消费仍对美国经济复苏形成主要拉动，服务消费接力商品消费成为新的核心动力，出口改善使得净出口的拖累较上一季度收窄，而政府支出、住宅投资和库存成为第二季度经济增长的主要拖累。

美通胀形势持续高涨。6 月美国 CPI 同比升至 5.4%，较前值提高 0.4 个百分点；核心 CPI 为 4.5%，较前值提高 0.7 个百分点。6 月份通胀数据飙升，很大程度上去年同期低基数产生的效应。从细分项来看，6 月 CPI 同比走高主要受能源、交通运输分项的影响最大。原油价格去年同期处于低位，而今年比去年同期上涨了近一倍，导致今年能源价格同比大幅上涨。能源分项虽然同比大幅增长 24.5%，但环比回落。由于汽车市场持续火爆，交运分项 CPI 增速升至 21.5%，且继续攀升。美国第二季度核心 PCE 物价指数上升 6.1%，创 1983 年第三季度以来新高。

通胀压力持续上升会对美国经济复苏形成阻碍，但美联储在 7 月的议息会议上依旧强调通胀是“暂时的”，目前还未到收紧货币政策的时候；并推出超预期的正回购工具，尽显鸽派态度。当前美国就业市场的持续复苏尚未明朗，是影响美联储 QE 退出时间的主要不确定性因素。非农就业人数要恢复至疫情前水平仍需很长一段时间。考虑到劳动参与率的非正常下滑，美国的失业率被低估。9 月是美国延长的失业救济政策截至日期，在疫苗普及、财政支出压力的背景下，个人救助政策大概率将会终止，这将会驱动劳动力重回市场。预计九月是观察美联储货币政策转向的重要时点。短期关注 7 月的非农就业数据表现，以此评估美国劳动力市场的健康状况，并可能会影响美联储缩减量化宽松时间表的决定。

2、欧元区经济加速复苏，欧央行维持货币宽松

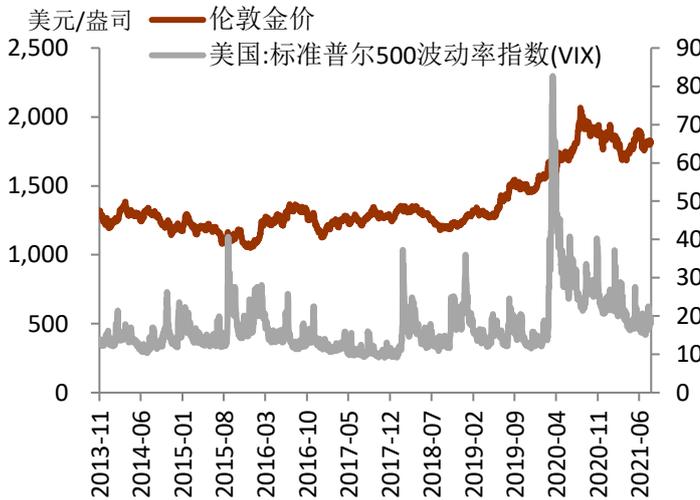
受防疫限制放松的影响，欧元区二季度经济增速表现亮眼。二季度实际 GDP 环比增长 2%，同比增长 13.7%，高于预期与前值。其中，法国二季度实际 GDP 环比增长 0.9%，同比增长 18.7%，均高于预，并创下历史最高水平。鉴于经济发展水平向好，法国财政部将 2021 年经济增长预期由 5%上调至 6%。但德国二季度 GDP 环比增长 1.5%，不及预期，同比增长 9.6%，主要因原材料短缺拖累了经济增速。整体来看，欧元区经济自今年二季度加速复苏，

但目前尚未恢复至疫情前水平，经济仍然处于“爬坑”阶段。

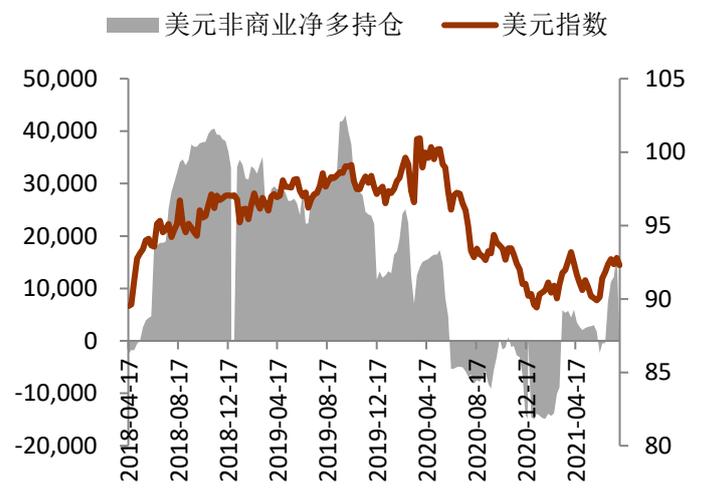
欧洲多个国家的经济复苏计划陆续获批使得经济景气度高涨。欧元区 7 月经济景气指数升至 119，创 1985 年有记录以来新高，工业景气指数与服务业景气指数均升至 2007 年 8 月以来最高水平。且欧元区需求强劲复苏，欧元区 7 月 Markit 制造业 PMI 62.8，超出预期。德国 7 月 Markit 制造业 PMI 65.9，也超预期。由此来看，三季度欧洲的经济复苏步伐有望进一步加快。

能源价格上涨带动欧元区 7 月通胀攀升至 2.2%，高于通胀目标。对此，欧洲央行表示不会过早加息以防破坏经济复苏趋势，强调将继续保持流动性宽裕。欧洲央行在 7 月的议息会议上调整了利率前瞻性指引，将通胀目标从“低于但接近 2%”设定为“2%”；至少在 2023 年前都会将基准利率维持在当前水平不变；PEPP 至少持续到明年 3 月；旨在强调其将致力于维持宽松的货币政策立场。

图表 5 金价与 VIX 指数的变化

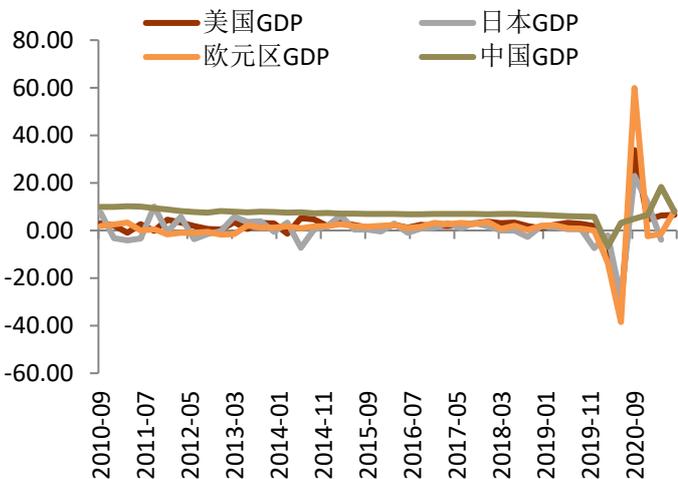


图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化

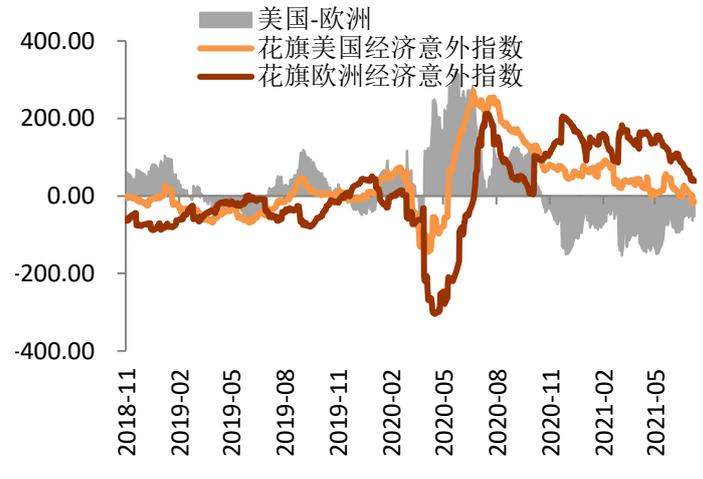


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 主要经济体 GDP 增速变化

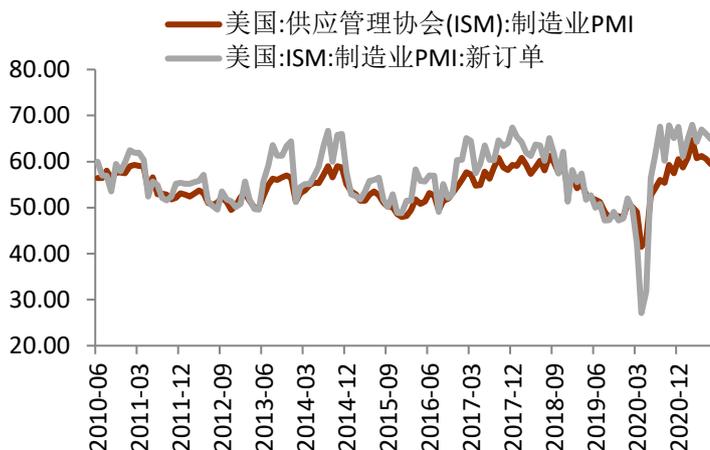


图表 8 美欧经济意外指数变化

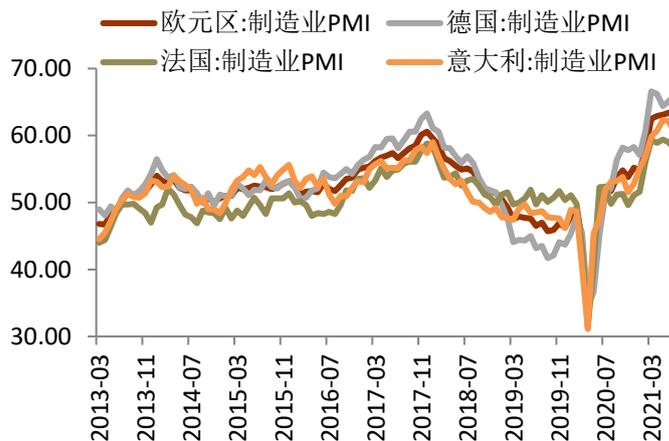


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

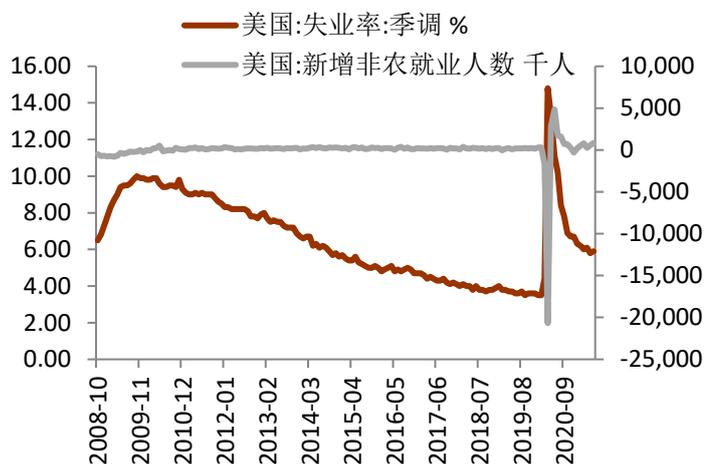


图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化

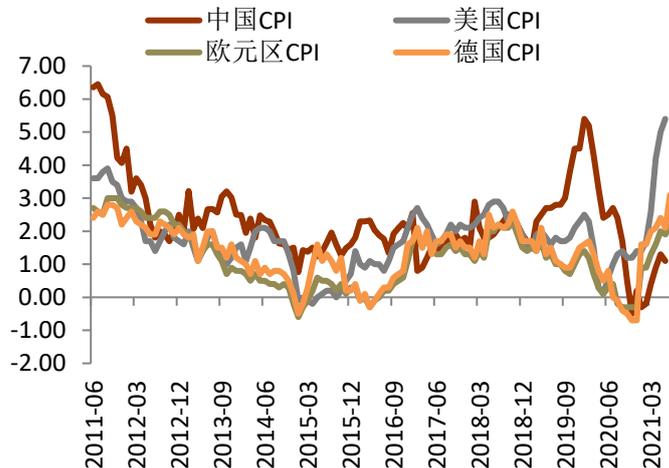


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 11 美国就业情况变化



图表 12 主要经济体 CPI 变化



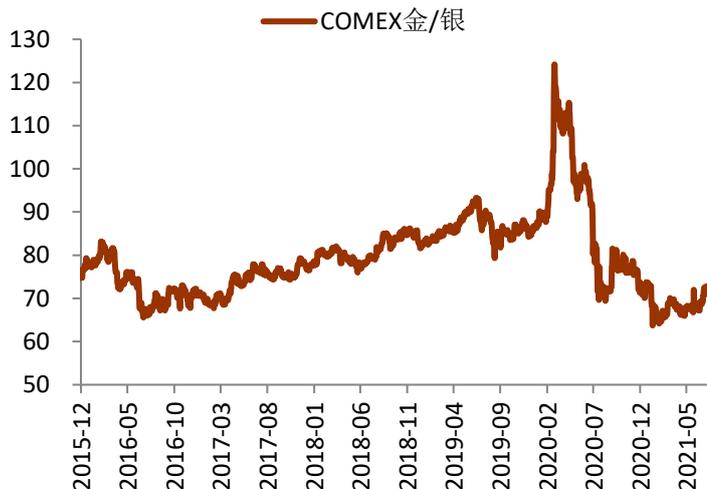
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

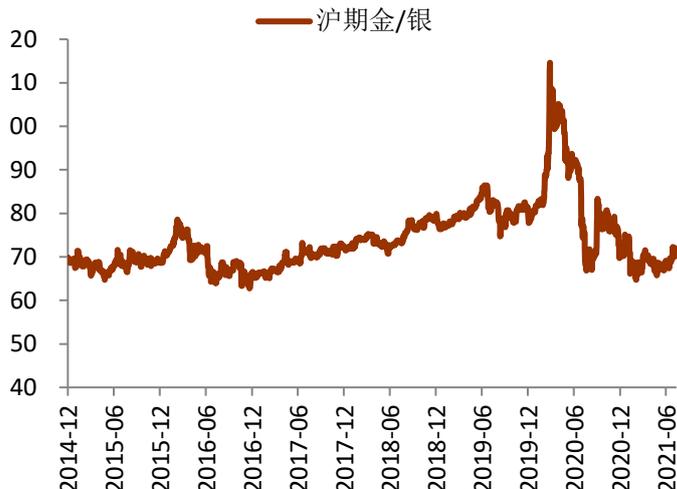
1、金银比价变化

7月呈现金强银弱的格局, COMEX 金银比价从6月底的68上涨至71一线。在疫情再度扩散导致经济复苏受阻, 以及滞涨预期抬升的背景下, 金银价格走势出现明显的分化, 金价走强而银价下跌。在目前全球疫情的形势依然严峻的情况下, 白银价格可能会持续弱于金价, 金银比价有望继续上行。

图表 13 COMEX 金银比价变化



图表 14 沪期金银比价变化



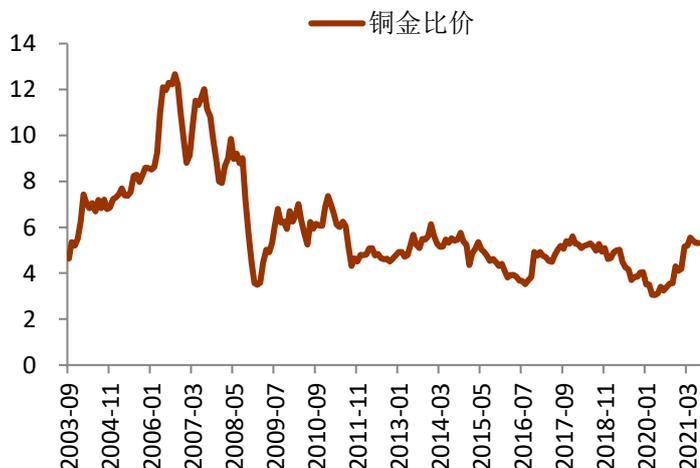
资料来源：Wind，铜冠金源期货

2、铜金比价变化

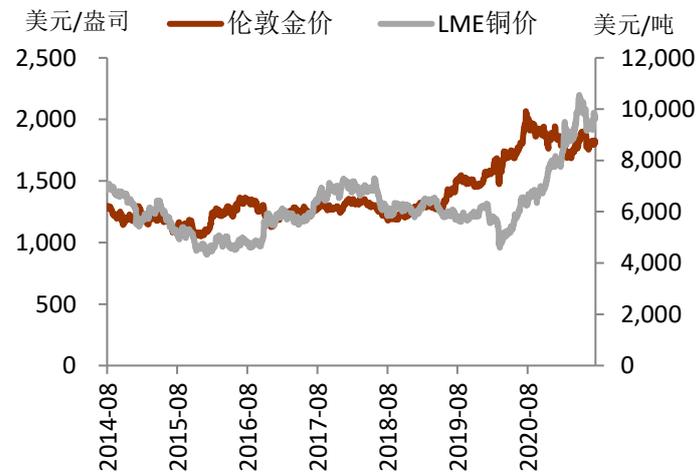
铜价在 7 月下旬再度走强，今年铜的消费淡季不淡是支撑铜价的主因。铜作为最主要的基本金属，其价格走势代表了基本金属的整体变化趋势。铜价/黄金价格的比价可以一定程度上可以理解为剔除通胀因素和金融属性之后的铜的价格变化。7 月铜金比价再 5.1-5.5 之间波动，与历史 3-12.2 波动区间相比，但从处于相对较低的位置。

虽然伦铜价格距离今年 5 月 10 日到达的 10747.5 美元/吨的历史高点仍有一段距离，但预计市场仍将继续修复过去的预期差，同时宏观环境也在逐步释放向好信号，国内全面降准之后，未来还可能会有更多的政策维稳，铜价下方的支撑很强。预计铜金比价仍有进一步上涨的动力与空间。

图表 15 铜金比价变化



图表 16 金价与铜价走势对比

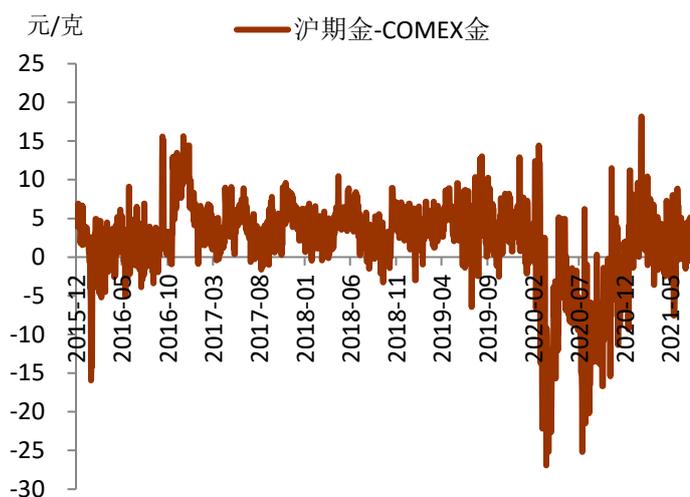


资料来源：Wind，铜冠金源期货

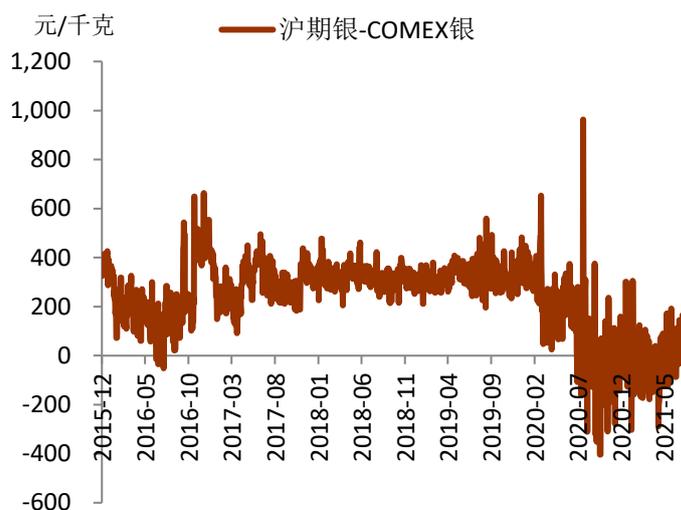
3、期现及跨期价差变化

汇率依然是影响黄金内外盘价差最敏感的因素。7月大部分时间内，人民币兑美元汇率都呈现贬值，所以国内黄金白银期货价格对外盘保持升水的状态。因国内疫情当前处于扩散之中，预计近期人民币对美元汇率会维持震荡或小幅贬值，黄金白银的内外盘价差会有所扩大。国内白银的期现价差有一定的收窄。

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

自从 CME 在 2020 年 3 月底改进交易机制扩大可交割品种之后，COMEX 黄金期货的库存去年 4 至 6 月迅速增加，在今年 2 月份达到 3950 万盎司的历史高点，之后库存开始持续下降。截至 2021 年 8 月 2 日，COMEX 黄金期货的库存有 3535 万盎司，合计约 1100 吨，比上个月的库存减少 0.31%，比去年同期减少 2.09%。

COMEX 白银期货的库存从 2020 年 6 月开始明显增加，特别是在去年 9 月份大幅增加 3000 万盎司，在今年 2 月份白银库存达到约 4 亿盎司达到历史最高位，之后也开始下降。截至 2021 年 8 月 2 日，COMEX 白银库存有约 3.56 亿盎司，合计约 11067 吨，比上月增加 1.12%，比去年同期增加 5.81%。COMEX 黄金白银的库存都从 2 月份的高位持续回落。

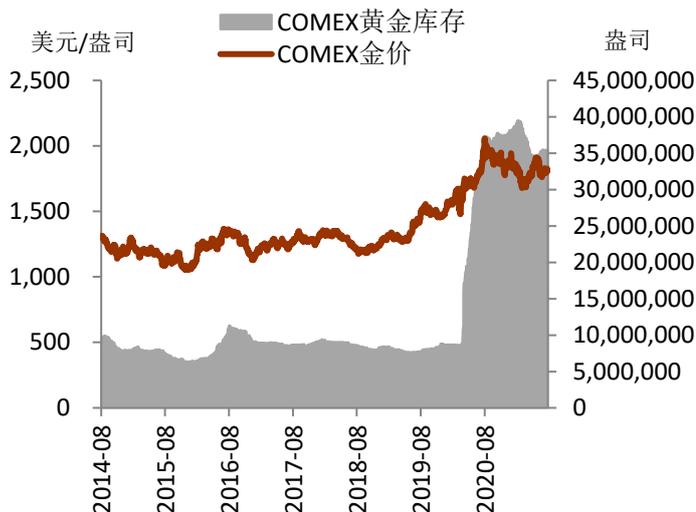
国内两大交易所的白银库存也持续下降。当前上海黄金交易所的白银库存从 2020 年 9 月初 5280 吨的历史高点大幅降低至 2843 吨。上海期货交易所的库存也从今年 1 月份 2848 吨的高点回落目前的 2048 吨。目前国内两大交易所的白银库存从合计 7000 吨以上的高位大幅下降至 4892 吨的水平。

图表 19 COMEX 贵金属库存变化

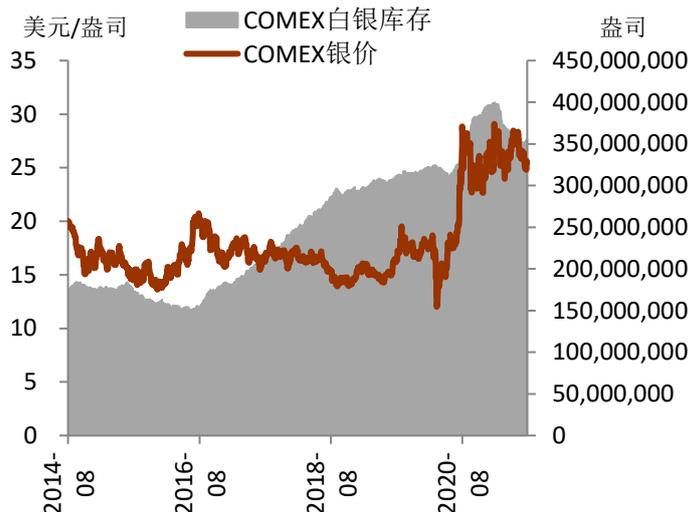
	2020/8/3	2021/7/1	2021/8/2	较上月增 减	变化率	较去年 增减	变化率
黄金(盎司)	36107160	35463979.29	35353730.79	-110249	-0.31%	-753429	-2.09%
白银(千盎司)	336283.2	351871.59	355822.81	3951	1.12%	19540	5.81%

资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 20 COMEX 黄金库存变化

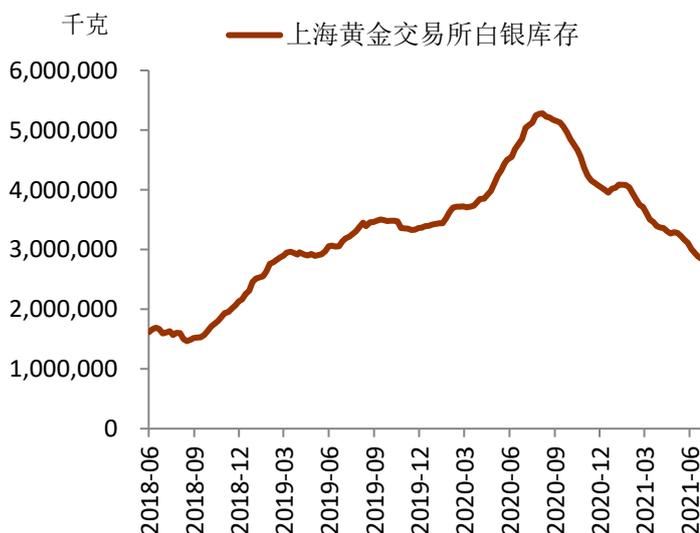


图表 21 COMEX 白银库存变化

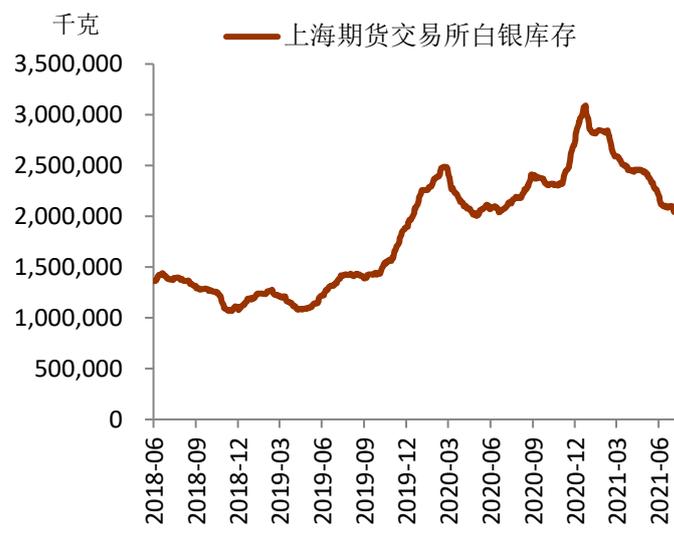


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

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,但黄金 ETF 的持续直到进入 2020 年 10 月才有所下降。截至 2021 年 8 月 2 日,全球最大的黄金 ETF - SPDR Gold Trust 持金量为 1030 吨,近几个月变化不大。

白银 ETF 的投资需求在 2020 年大幅增加,在今年 1、2 月份也增加明显,之后五个月持续减少。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 17209 吨,比 2 月初超过 2.1 万吨的历史高位有明显下降,但比上个月小幅减少了 0.87%。银价的今年 6 月下旬大幅下挫使得市场对白银的乐观情绪有所改观,资金也开始从白银持续流出。

在当前疫情再度反弹的背景下,市场对今年全球经济顺利复苏的乐观预期出现修正,大宗商品价格普遍回调,银价可能会继续走弱。

图表 24 贵金属 ETF 持仓变化

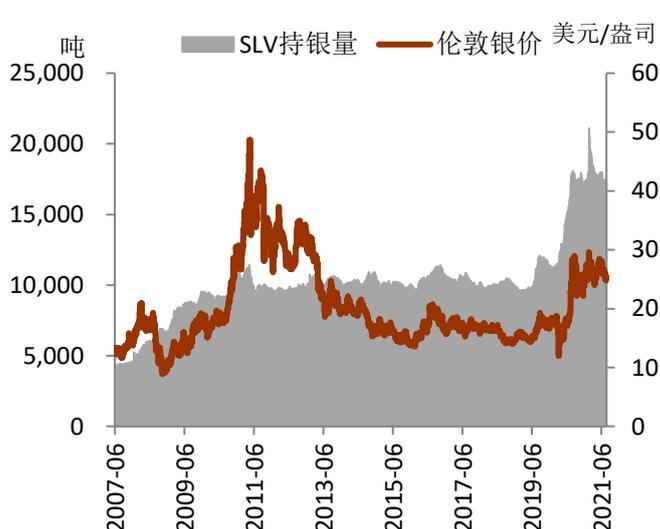
单位: 吨	2020/8/3	2021/7/2	2021/8/2	较上月增减	变化率	较去年增减	变化率
ETF 黄金总持仓	3368.45	3125.71	3127.57	2	0.06%	-241	-7.15%
SPDR 黄金持仓	1219.75	1043.16	1029.71	-13	-1.29%	-190	-15.58%
ETF 白银总持仓	27173.17	28634.60	28601.46	-33	-0.12%	1428	5.26%
ishares 白银持仓	16260.30	17361.13	17209.46	-152	-0.87%	949	5.84%

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

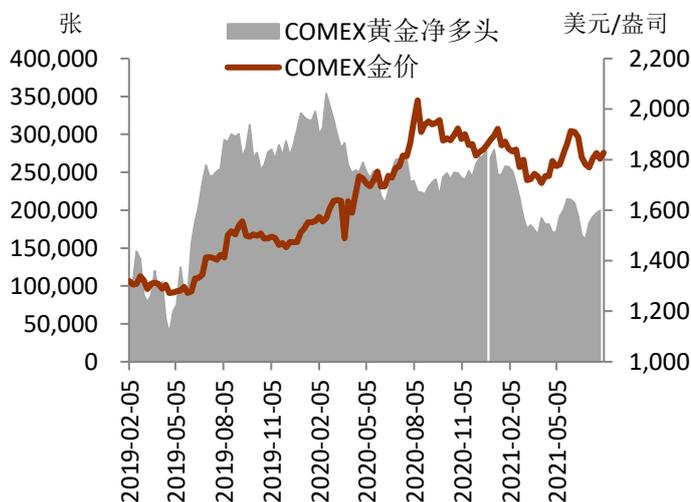
投机资金的动向影响着价格的短期走势。7月金银价格出现明显分化的相对应的是，这段时间投机资金在持续流入黄金、流出白银。根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2021 年 7 月 27 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 199388 张，近一个月持续增加；而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 31217 张，近一个月持续减少。

图表 27 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

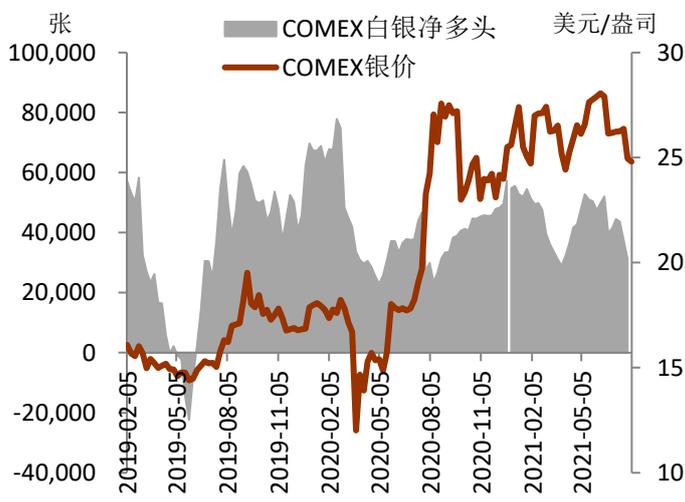
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2021-07-27	273688	74300	199388	3416
2021-07-20	277312	81340	195972	5136
2021-07-13	275543	84707	190836	8015
2021-07-06	270545	87724	182821	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2021-07-27	66733	35516	31217	-6258
2021-07-20	70286	32811	37475	-6214
2021-07-13	74247	30558	43689	-799
2021-07-06	76790	32302	44488	

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 28 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 29 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：

虽然德尔塔病毒的扩散使经济复苏遇到波折，但全球经济仍在朝着复苏的方向前进。美国就业市场的复苏尚未稳定，是影响美联储开启缩减 QE 时间的主要不确定性因素。在疫

苗普及、财政支出压力的背景下，个人救助政策在 9 月大概率将会终止，这将会驱动劳动力重回市场。美联储货币政策在下半年将会边际收紧的趋势不会改变，美元指数和美国实际利率都有上行的空间。

短期贵金属会随着疫情和数据的波动而震荡，但中期依旧面临回落的压力。预计 8 月份国际金价的主要波动区间将在 1750-1830 美元/盎司之间，国际银价将在 24-26 美元/盎司之间波动。

投资策略建议：金银逢高沽空

风险因素：德尔塔疫情的控制不及预期

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。