

通胀预期充分定价，黄金难有趋势上涨

2021年5月31日 星期一

兴证期货·研发中心

金融研究团队

韩惊

从业资格编号：F3010931

投资咨询资格号：Z0012908

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

我们认为通胀预期已经较大程度的反应在目前的贵金属价格中，而未来随着全球经济的进一步复苏以及美联储对于缩减购债规模讨论的提上议程，黄金上行的空间将继续受到压制，金价难以出现趋势性上涨行情，中期走势将以震荡为主。

● 我们的逻辑

黄金与美国 10 年期国债的实际利率走势存在较强的负相关性。而随着美国经济的好转，实际利率存在上行动力。

黄金存在抗通胀属性，不过目前美国国债收益率隐含的通胀预期已经处在高位，继续向上的空间有限，而美国 4 月核心通胀的高企现象也难以持续。我们认为通胀预期已经较大程度的反应在目前的贵金属价格中。

从基金持仓看，目前投机需求有所回暖，但是离去年水平还有很大差距。此外近期部分避险资金从加密货币市场转向黄金市场，但是我们认为投资群体的风险偏好有较大差别，对金价的利好作用有限。

● 风险提示

疫情发展超预期，美联储货币政策变动超预期。

目录

1. 贵金属走势回顾.....	3
2. 海外经济指标.....	6
3. 机构持仓.....	9
4. 加密货币大跌，投机资金转移.....	11
5. 总结.....	11

图目录

图 1: COMEX 黄金和沪金走势.....	3
图 2: COMEX 白银和沪银走势.....	3
图 3: 美国实际利率与金价走势.....	4
图 4: 利率和通胀不同情景下对于金价的影响.....	4
图 5: 美国 10 年期国债收益率与隐含通胀预期.....	5
图 6: 全球疫苗接种进度.....	6
图 7: 美国当周初次申请失业金人数 (人).....	7
图 8: 美国非农就业数据.....	7
图 9: 美国 CPI 及 PPI 数据.....	8
图 10: 美国 PCE 物价指数.....	8
图 11: COMEX 黄金非商业持仓.....	9
图 12: COMEX 白银非商业持仓.....	9
图 13: SPDR 黄金 ETF 持仓.....	10
图 14: SLV 白银 ETF 持仓.....	10
图 15: 比特币与以太币走势 (美元).....	11

1. 贵金属走势回顾

从三月至今，贵金属整体走势较强，外盘黄金在5月26日再次突破1900美元关口，离年内新高一步之遥，而内盘黄金从4月至今涨幅也超过10%，逼近400元关口，白银方面的话跟随黄金走势，内外盘也均出现明显反弹。

我们认为推动这一轮金价上涨的主要因素是全球通胀预期的走高，而加密货币的大幅下跌和权益市场的回调也带来一部分资金的避险需求。展望未来，我们认为通胀预期已经较大程度的反应在目前的金价中，而未来随着全球经济的进一步复苏以及美联储对于缩减购债规模讨论的提上议程，将压制金价上行的空间，金价难以出现趋势性上涨行情，中期走势将以震荡为主。

图 1: COMEX 黄金和沪金走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

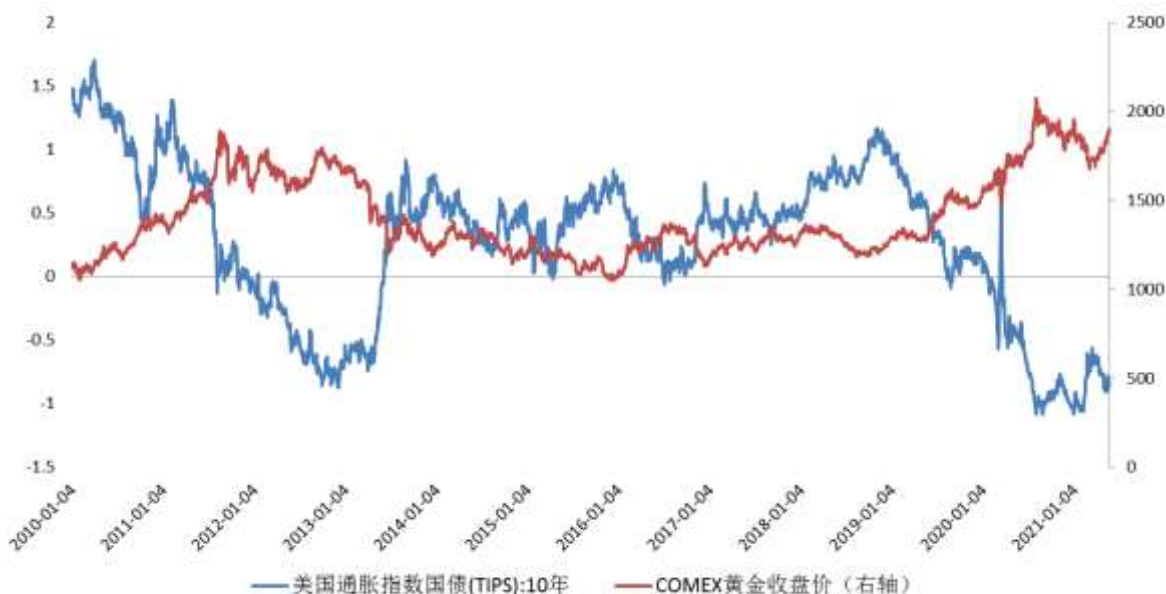
图 2: COMEX 白银和沪银走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

一般来说我们认为黄金作为无息资产，在无风险利率高的时候存在较高的持有成本，所以整体走势相对较弱，也就是说金价与无风险利率存在负相关的关系。我们从贵金属与美国 10 年期国债的实际利率（TIPS）走势也可以看出，两者存在较强的负相关性。

图 3：美国实际利率与金价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

美国国债收益率是由美国国债实际收益率和通胀预期所组成，如果我们用美国国债收益率减去实际利率就可以得到目前国债收益率中隐含的通胀预期。所以美国国债收益率的上涨不一定带来金价的回调，因为这个上涨有可能是因为隐含的通胀预期上升所造成的，这反而有利于我们的金价走强。

图 4：利率和通胀不同情景下对于金价的影响

实际利率	隐含通胀预期	国债收益率	金价
涨	涨	涨	中性
涨	跌	涨	不利
涨	跌	跌	不利
跌	涨	涨	有利
跌	涨	跌	有利
跌	跌	跌	中性

数据来源：Wind，兴证期货研发部

对于黄金来说，最好的情况就是实际利率走低加上通胀预期走高，而金价从今年3月开始的反弹正是基于这个现实情况。从图上我们可以看出，从3月开始，10年期国债的实际收益率呈现震荡下行的趋势，而相对的隐含的通胀预期则一路上升，金价也是由此开启了一轮反弹。不过由于通胀预期存在一个明显的顶部，也就是2.6%附近，这是因为美联储的货币政策目标核心之一是控制通胀，所以如果通胀存在显著走高的预期，那必定会引来美联储的关注从而进行货币政策的调整。所以我们可以看到本轮的10年期国债收益率隐含的通胀预期也是在5月中旬随着大宗商品的冲高而创下本轮的高点，之后开始缓慢回落。

我们认为目前通胀预期处在绝对高位，继续向上的空间有限，而随着美国经济的好转和美联储对于缩减购债规模讨论的提上议程，未来实际利率也难以持续走低。所以我们认为金价反弹的空间整体有限，金价未来如果继续上涨，可能更多的是反映的黄金以美元计价，而美元指数持续走低带来的被动走强。

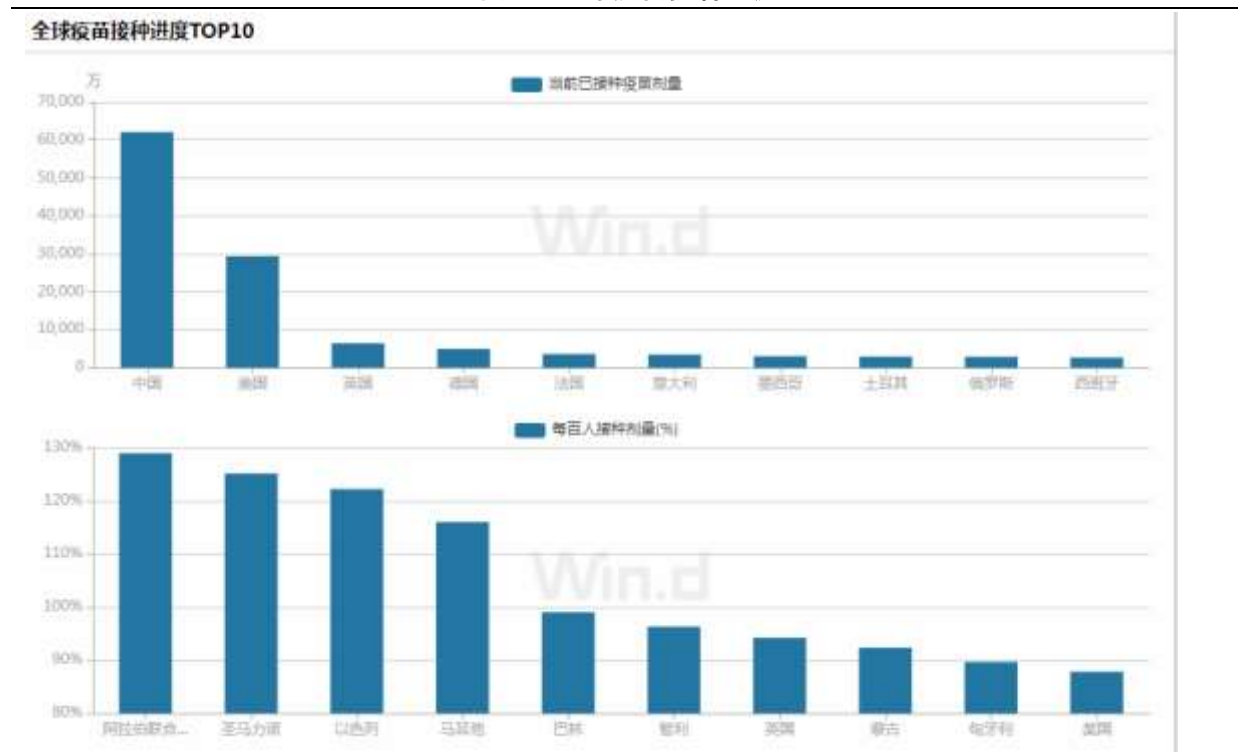
图5：美国10年期国债收益率与隐含通胀预期



数据来源：Wind，兴证期货研发部

根据美国疾病控制与预防中心数据，截止5月底美国已经在全国范围内接种了3.59亿次疫苗，共有1.31亿人完全接种新冠疫苗，1.65亿人至少接种一剂疫苗。其中成年人的疫苗完全接种比例已经达到50.3%。目前美国疫苗接种比例较高，这对未来经济活动加速放开和就业好转起到积极作用，而随着就业的好转和经济的走强，美联储货币宽松的必要性将进一步下降。而从美联储近期的表态来看，随着经济的良好复苏和通货膨胀的走高，未来购债规模的缩减讨论将逐渐提上日程，因此我们认为金价不存在持续走强的基础。

图 6：全球疫苗接种进度



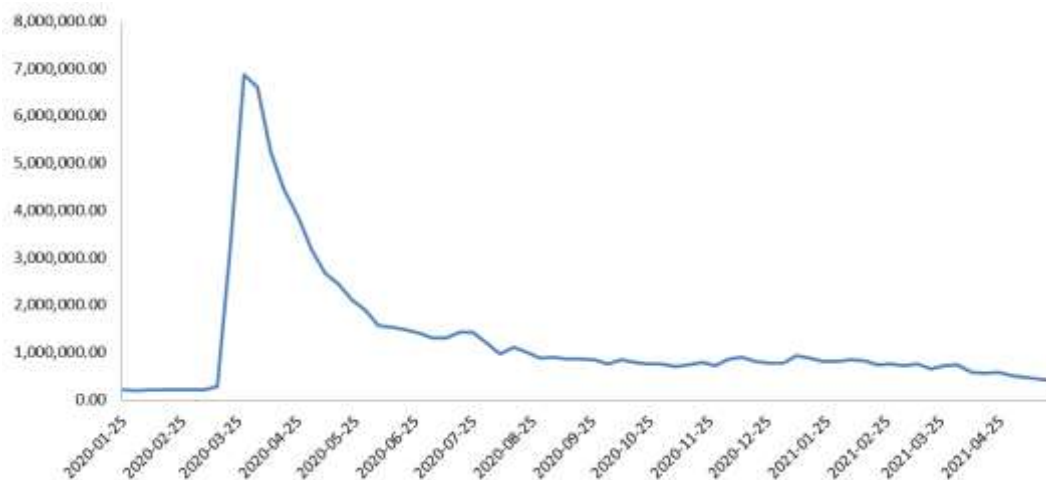
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 海外经济指标

美国 2021 年 4 月季调后非农就业人数增加 26.6 万人，远不及预期的增加 99.8 万人；失业率为 6.1%，同样不及预期的 5.8%。4 月非农的不及预期主要是由于疫情影响及政府发放的失业救助金降低了人们参加工作的意愿，此外随着疫情的逐步恢复，部分临时岗位用工的减少也对非农产生拖累。由于劳动力市场的疲软，短期来看美联储缩减购债规模和加息的可能性较低。但未来随着疫苗接种率的提高和经济活动的逐渐恢复，劳动力市场或出现加速修复的可能。

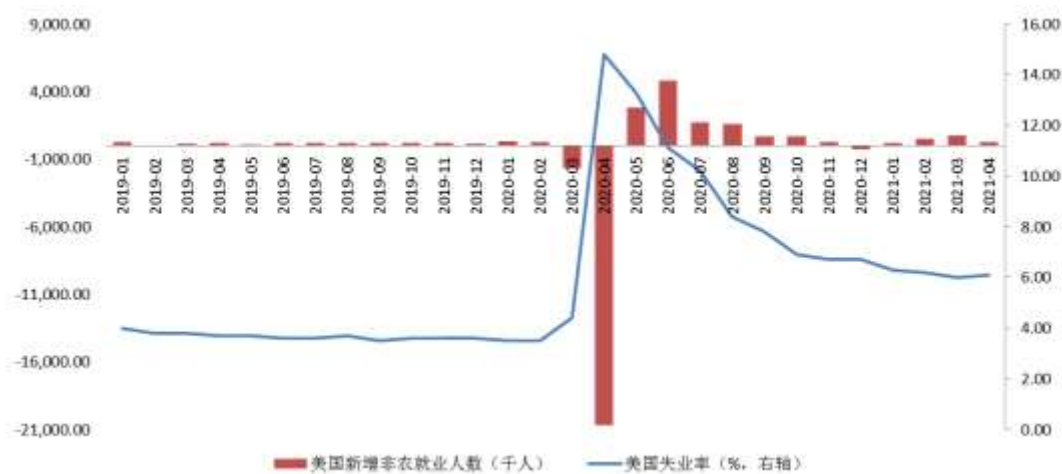
从初请失业金人数来看，美国 5 月 22 日当周初请失业金人数为 40.6 万人，实现连续五周下跌，并再次创下疫情以来的最低值。未来随着失业救助金的逐步取消，未来劳动力重回市场的积极性也将得到上升。

图 7：美国当周初次申请失业金人数（人）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8：美国非农就业数据



数据来源：Wind，兴证期货研发部

美国 4 月 CPI 同比 4.2%，预期 3.6%，前值 2.6%，CPI 同比涨幅创 2008 年 9 月以来新高；核心 CPI 同比 3%，预期 2.3%，前值 1.6%，核心 CPI 同比涨幅创 1996 年 1 月以来新高。美国 4 月 PPI 同样增长超预期，其中 4 月同比 6.2%，预期 5.9%，前值 4.2%；核心 PPI 同比 4.1%，预期 3.7%，前值 3.1%。此外美国 4 月核心 PCE 物价指数同比升 3.1%，创 1992 年 7 月以来新高。

美国 CPI 和 PPI 的大幅上升主要是低基数的影响，但超预期的数据仍然引发市场对于通胀升温的担忧。从目前美联储的态度来看，其认为通胀仍然属于短期迹象，不过需要警惕未来通胀仍然维持高位而带来的美联储政策转鹰。

图 9：美国 CPI 及 PPI 数据



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 10：美国 PCE 物价指数

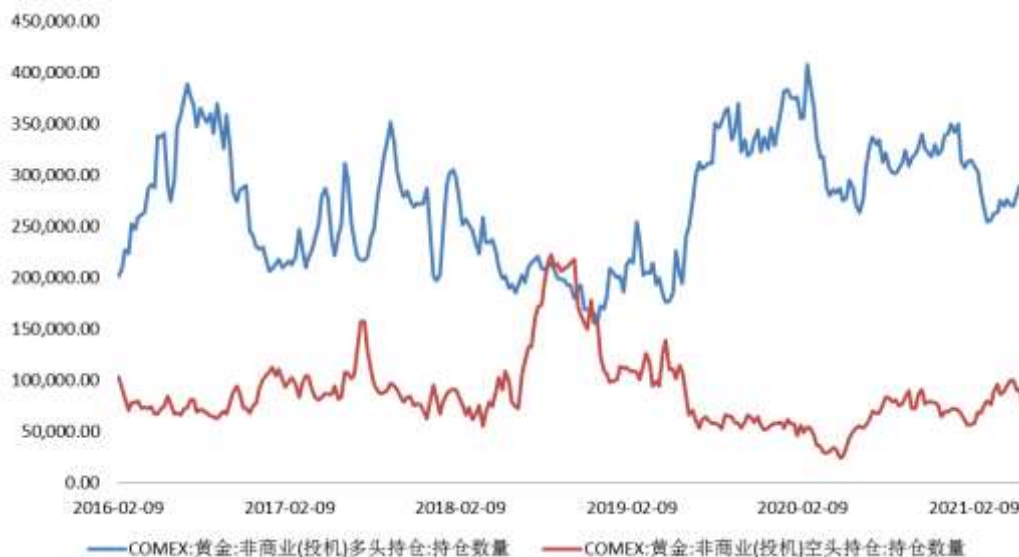


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 机构持仓

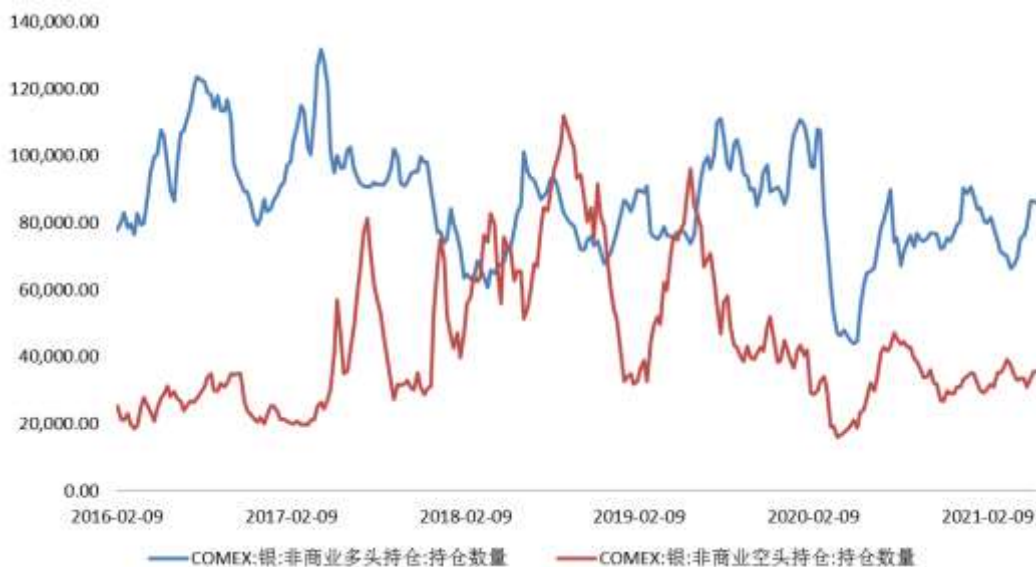
截至 5 月 25 日，COMEX 黄金非商业（投机）多头持仓为 288266 张，空头持仓为 73624 张。COMEX 白银非商业（投机）多头持仓为 86013 张，空头持仓为 35531 张。今年 4 月以来，黄金净多头持仓增加明显，显示市场投机需求逐步回暖，但与去年相比，目前投机需求仍然处于低位，若后续金价想要继续上涨，还需资金的进一步流入。

图 11: COMEX 黄金非商业持仓



数据来源：Wind，兴证期货研发部

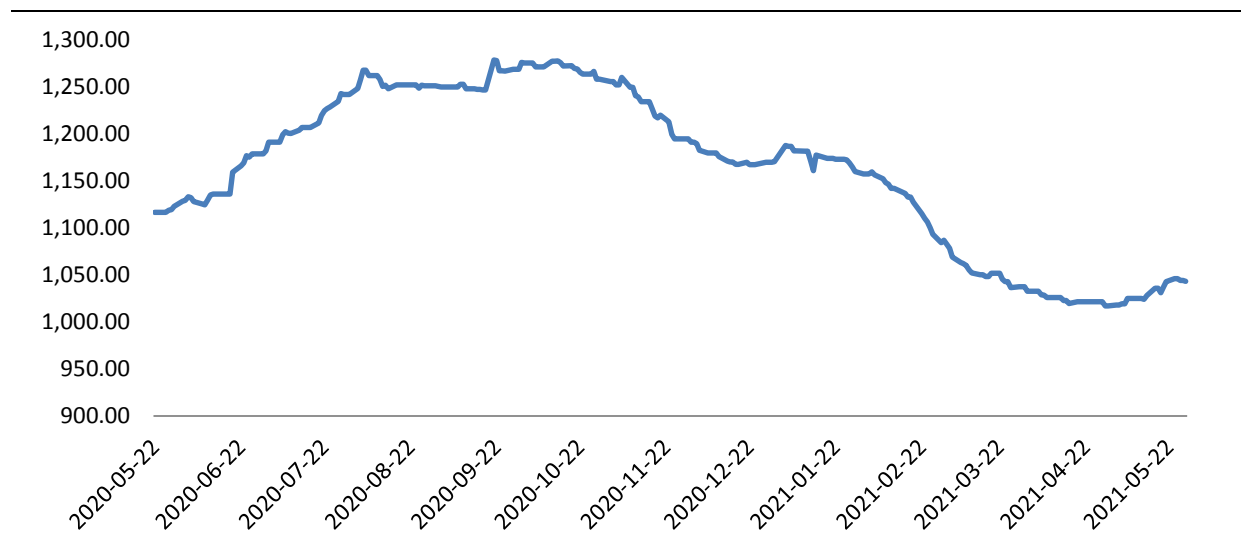
图 12: COMEX 白银非商业持仓



数据来源：Wind，兴证期货研发部

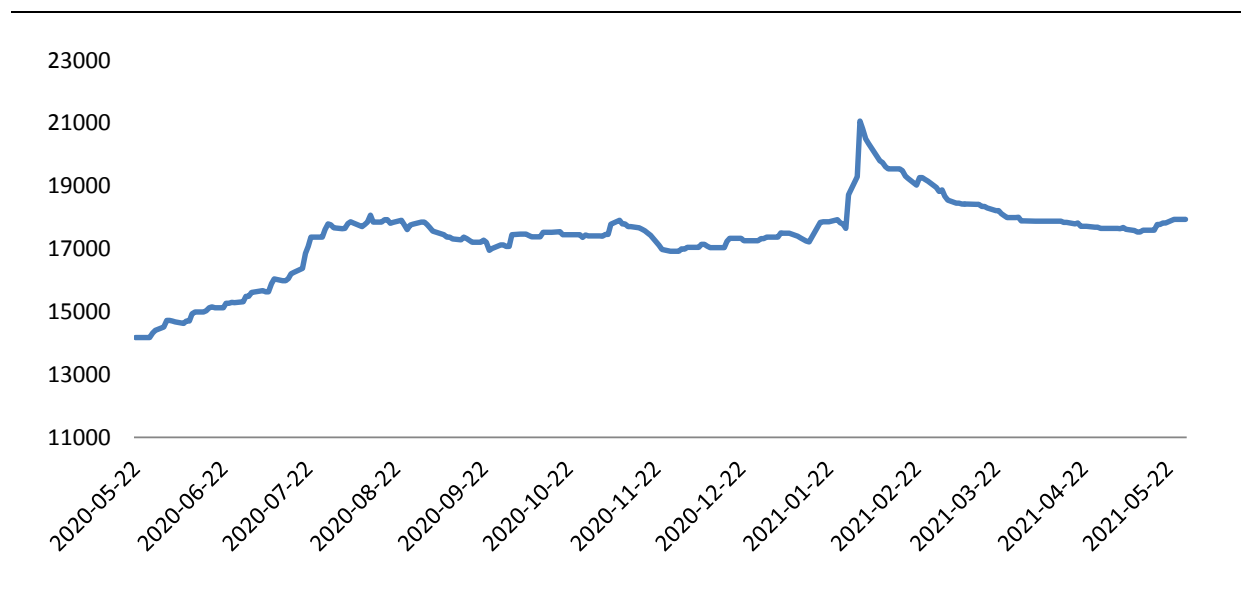
截至5月28日，SPDR 黄金 ETF 持仓为 1043.21 吨，SLV 白银 ETF 持仓为 17936.55 吨。目前 ETF 持仓并未出现明显反弹，市场整体投资情绪一般。

图 13: SPDR 黄金 ETF 持仓



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 14: SLV 白银 ETF 持仓

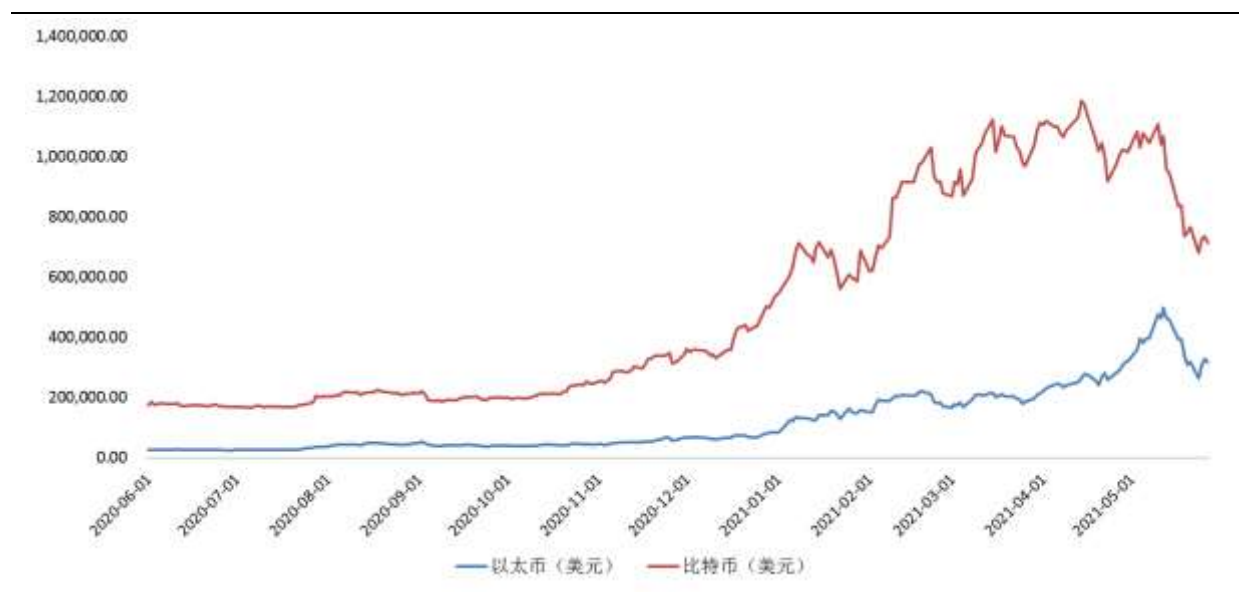


数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 加密货币大跌，投机资金转移

从4月中旬到5月底，比特币回调幅度超过40%，部分避险资金从加密货币市场转向黄金市场，对金价产生支撑。我们认为虽然加密货币与黄金一样同样存在较强金融属性，能够在一定程度上起到对冲通胀的作用，但是加密货币存在波动较大的风险特征，所以相应的投资群体风险偏好也有较大差别，故资金转移效应用于金价的利好有限。

图 15: 比特币与以太币走势（美元）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5. 总结

我们认为通胀预期已经较大程度的反应在目前的贵金属价格中，而未来随着全球经济的进一步复苏以及美联储对于缩减购债规模讨论的提上议程，黄金上行的空间将继续受到压制，金价难以出现趋势性上涨行情，中期走势将以震荡为主。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。