

2021 年黄金期货半年报

货币政策转向是核心 黄金弱势或难以避免

——2021 年黄金期货上半年行情回顾和下半年行情展望

14

联系方式: 010-68578820 /shijialiang@foundersc.com

执业编号: F3057750 (从业) Z0016243 (投资咨询)

投资咨询业务资格:京证监许可【2012】75号

成文时间: 2021年7月10日星期六

作者: 有色贵金属组 史家亮 王骏

摘要

2021 年上半年,美联储货币政策的走向成为黄金价格走势的核心影响因素,而美债收益率和美元指数则是核心驱动。一季度,黄金从 1960 美元/盎司的高位最低跌至 1676 美元/盎司。4-5 月,美联储官员和议息会议淡化通胀影响,叠加疫情恶化和地缘政治不确定性升温带来的避险需求影响,黄金价格上升。美联储 6 月议息会议释放超预期的货币政策转向的鹰派信号,黄金迅速走低。7 月初,受德尔塔变异毒株再度蔓延、美国就业市场和联储货币政策无新进展的影响,黄金则回升,并稳定在 1800 美元/盎司附近。

美债仍然是市场的交易核心,一方面黄金作为零息债券,在长端美债收益率持续走高的情况下黄金的相对收益预期在持续下滑,另一方面美债的长端利差表明大量的资金认为市场只是炒作短线通胀而对于美联储启动工具调节长端市场有预期,市场转而开始担忧美国货币政策转向将开始提前,虽然联储主席鲍威尔和部分官员一再重申维持偏宽松的环境保证经济复苏,但对于基准利率的维系时间出现了明显的分歧。美联储货币政策转向已成必然,美债收益率和美元指数将会持续走高,这将会施压黄金的走势。

疫情再度反扑、央行行动方向以及符合预期的会议纪要短期利好黄金, 短期反弹行情仍在持续,然美联储货币政策转向预期依然存在,新的政策动 向将会继续拖累贵金属的走势。在没有新的政策和数据指引下,黄金短期行 情反弹,但是长期弱势行情并未发生变化,1824 美元/盎司的 60 日均线和 1850 美元/盎司为强阻力位;关键位置下方仍将会维持弱势,随着美联储货 币政策新导向出现,黄金跌破 1750 美元/盎司的支撑位则会回到 1720-1740 美 元/盎司的前期宽幅震荡区间;下半年黄金再度下探 1650-1675 美元/盎司可 能性大;在美联储美元进一步的货币政策调整信号出现前,黄金运行区间预 计为 1750-1850 美元/盎司或 365-385 元/克。当前,即使行情反弹幅度较大但 是不改变整体的弱势趋势,风险厌恶者暂时建议观望,激进者可择机逢高沽 空。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

请务必阅读最后重要事项



目录

第一部分期货行情分析	3
一、黄金历史行情回顾	3
二、黄金 2021 年上半年行情回顾	6
第二部分 经济、政策与美债美元分析	9
一、欧美二季度经济同比将达到年内峰值	9
二、美联储货币政策转向在即	12
三、美债收益率先涨后跌 下半年仍会走强	16
四、美元指数筑底后将会持续反弹	
第三部分 黄金基本面分析	22
一、黄金供给相对稳定 重点关注央行购金变动	
二、需求持续回落重点关注投资需求	24
三、CFTC 持仓和 ETF 持仓分析	27
第四部分美债、通胀与非农与金银逻辑分析	30
	30
二、通胀指标对黄金价格影响在持续弱化	33
	35
四、美国非农数据对黄金的影响逻辑分析	36
第五部分 美联储货币政策转向与黄金行情演绎分析	38
第六部分 黄金相关的核心宏观指标解读	41
一、金银比处于低位 有上涨趋势	41
二、人民币走势与美元指数走势密切相关	42
三、美元/港币强方兑换打开	
第七部分 黄金技术分析和季节性分析	45
一、黄金技术分析	45
二、黄金季节性分析	46
第八部分总结全文和下半年操作建议	48
一、全文总结	48
二、黄金后市展望	
三、黄金期权投资策略分析	
四、对金银产业链企业建议	
相关股票	



第一部分 期货行情分析

一、黄金历史行情回顾

自 1971 年黄金与美元脱钩后, 1972-2021 年黄金市场整体划分为五个阶段或者三轮行情:

第一轮牛市是在1973-1980年间,布雷顿森林体系解体后,抑制黄金的政策性因素终于消退,积攒的向上冲量集中爆发,美元也正处于货币超发阶段,带动国际金价从42美元/盎司直线上冲,1978-1980s年,美国单纯的货币超发带来的经济刺激的负面影响开始显现,经济出现明显的滞涨,失业率高达10.8%而通胀率则超过了12%,对标下2019年美国的通胀不足2%失业3.4%,就可以想到当时人们的恐慌。恐慌情绪蔓延下自然配置黄金白银,贵金属在此期间出现了很强的涨幅,黄金从开始的42美元/盎司直接涨到850美元/盎司,涨幅达20倍。值得注意的是,这段时间市场的炒作甚至是垄断炒作非常重,1968-1970s年前后,由于美国政府大量抛售白银,白银市场整体供过于求,价格稳定在0.9-1.5美元/盎司一线,但是在1970s年之后,美国亨特兄弟通过垄断美国50%以上货源再哄抬价格的方式,国际银价不断走高,到1980s年初达到恐怖的50.35美元/盎司,涨幅距最低点达到了100倍。因而这个时段黄金价格的上涨确实有布林顿森林体系解体的利多,也有抗通胀的对冲,但贸易炒作也是很关键的一个方面。

第一轮熊市是在 1981-1999 年间,整整 20 年金银市场都陷入萎靡。在 1980 年创出 850 美元/盎司的新高后,到 1985 年黄金的价格就已经跌到了 284 美元/盎司的低位,跌幅为 66.5%,可以说在这一轮极度的行情炒作中,市场的信心受到了极大的挫伤。当时的金银市场在纽约商品交易集团的巨额罚单令亨特兄弟破产后,投资者对整个市场产生了巨大的怀疑,大体可以参照 2008 年、2015 年前后的中国股市,虽然有种种分析称当时的政府抛售黄金也是很大的

请务必阅读最后重要事项 第3页



抑制金价上涨的推手,但从逻辑来看信心或者情绪的修复需要漫长的时间。所以这二十年, 虽然又伴随着几轮快速的经济牛熊切换,伴随着美联储的加息降息,甚至伴随着海湾战争, 应当说避险、抗通胀、投资价值都应该出现,但是金价就是在250-500美元/盎司之间来来回 回徘徊20年。

第二轮牛市是在 2000-2012 年间,事实上也不能明确这轮牛市到底何时开启又是怎样开启的,值得肯定的是,长期的低迷使得很多金企在之前的熊市中被洗出局,而强者在这个过程中逐步活下来并通过兼并、重组等方式逐步成长,其实现在市场中很多很多大的黄金巨头就是在 2000 年前后逐步走出来的,我们可以看到彭博终端中绝大多数企业的历史生产数据在 2000 年前就断掉了。这一点和现在的发展阶段很符合,即真正的巨头是熊市里洗牌洗出来的,并且越洗越少,越洗越大。兼并重组后,这些企业有了更大的规模效应,以及更低的成本,尤其是后者,在当前金价 1300 美元/盎司,很多企业 AISC 保持在 1100-1300 美元/盎司时,之前的巨头企业可能平均 AISC 成本也就在700-900 美元/盎司间,有了更多的资金去跑采选、跑研发、跑销售。这一轮金价的复苏在 2008 年美国次债危机中开始提速。当时这些大的金企不但依靠低成本赚了很多钱,而且还可能通过控制矿企货源生产和流通速度进一步控制市场的供给量,加速金价的上涨。加上美国释放 QE、中国释放 4 万亿,市场的流动性大大增长,金价一路上涨至1900美元/盎司上方。

第二轮熊市是从 2012 年至 2018 年 5 月,美国陆续退出 QE, 2015 年开始率先加息,货币政策开始正常化,截止 2018 年 12 月已经累计加息 9 次,可以说这轮加息对黄金出现了较强的抑制。不过,在 2014 年的时候,黄金市场发生了针对加拿大丰业银行、英国巴克莱银行、德意志银行、汇丰银行和法国兴业银行的共同诉讼,指控这些银行在 2004 年到 2013 年间操纵伦敦金现的报价,也对市场产生一定当量的打击。现在这个时点,加息可以说并没有结束,

请务必阅读最后重要事项 第4页



美联储并没有明确的说退出加息路径,可以说这条口径还没有放开,在与投资者的交流中,有很多投资者对于长期走熊的黄金的投资价值产生质疑,这也是可以理解的。但是我们认为,这个时点和 2000 年初很像,第一是黄金的实际采矿综合成本可能涨了 500%,对比金价涨幅只有 200%,国际黄金的综合成本可能到了 1100-1200 美元/盎司,而参照 1300 美元/盎司的金价,这个点位企业的综合利润率是非常低的,尤其是新企业可能基本没利润,毕竟大型矿山的开发量很少,只是通过铜金副产来维持;第二是我们观测到很多非常明显的并购现象,比如 Newmont、Barrick 等全球前十甚至前五的大企业频发并购,探矿难探就通过并购来获取矿山;第三是同样起步于经济从过热走向疲弱的节点。

第三轮牛市从 2019 年至 2021 年初,美国紧张的劳动力使得其经济前景增长乏力,全球经济缺乏经济增长点,在这种情况下美联储为进一步刺激经济良性发展而终止加息,但最终因为全球总需求不足,以及美国自身的劳动力水平持续透支,而出现经济增速超出预料的下滑,并在 2019 年下半年开始正式陷入全球式衰退,由欧美市场的 ETF 购买力激增,大大刺激了消费者购买黄金的需求。进入 2020 年由于市场受到了 COVID-2019 冲击,美联储的流动性透支及激进的宽松政策,使得市场快速面临了 0 利率时代的挑战;在诸多黑天鹅和灰犀牛事件影响下,黄金价格则是持续上涨,突破前高位置和 2000 美元/盎司关口,最高涨至 2075 美元/盎司的历史高位;随后出现小幅回落。

请务必阅读最后重要事项 第5页



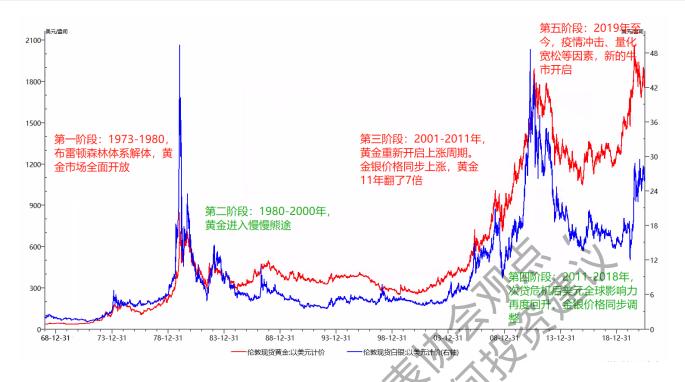


图 1 伦敦金现 1868-2021 年行情回顾

数据来源: Wind、方正中期研究院

二、黄金 2021 年上半年行情回顾

2021年上半年,美联储货币政策的走向成为黄金价格走势的核心影响因素,而美债收益率(特别是美国通胀指数国债(TIPS,为实际利率))和美元指数则是核心驱动。1月初,美联储12月议息会议纪要释放鹰派信号,叠加通胀持续上涨的影响,美债收益率则从0.9%的水平持续上涨,最高涨至1.77%,美元指数亦从90下方开始拉升,受此影响,黄金则是从1960美元/盎司的高位持续走弱,最低跌至1676美元/盎司。进入二季度后,美联储官员和议息会议淡化通胀影响,强调宽松货币政策的持续性,美债收益率和美元指数高位回落,叠加欧洲、印度疫情恶化和地缘政治不确定性升温带来的避险需求影响,黄金价格持续上升;伦敦金现从1676美元/盎司的低位涨至1916.53美元/盎司的上半年高位。美联储6月议息会议

请务必阅读最后重要事项 第6页



释放超预期的货币政策转向的鹰派信号,美元指数持续上涨,黄金则是迅速走低,短期内跌幅达到 100 美元/盎司以上,最低跌至 1750 美元/盎司。7 月初,受德尔塔变异毒株再度蔓延、美国就业市场无实质性进展和美联储货币政策无新的进展的综合影响,美债收益率则持续下降,最低跌至 1.3%上方,黄金则是持续的回升,再度回到 1800 美元/盎司上方,并稳定在1800 美元/盎司附近。

沪金价格变动紧跟伦敦金现价格的变动,受美联储议息会议纪要和美债美元的走势影响,一季度自 405 元/克的高位回落,最低跌至 354.6 元/克,随后走升,五月底六月初最高回升至 397.3 元/克的上半年高位; 6 月份受美联储货币政策转向预期和美联储议息会议释放鹰派信号 影响,黄金价格持续回落,最低跌至 366 元/克,7 月初则是持续反弹,当前稳定在 375 元/克上方。



图 2 伦敦金现趋势分析

数据来源: Wind、方正中期研究院

请务必阅读最后重要事项 第7页





图 3 伦敦黄金现货趋势分析

数据来源: Wind、方正中期研究院

请务必阅读最后重要事项 第8页



第二部分 经济、政策与美债美元分析

一、欧美二季度经济同比将达到年内峰值

				•	世界三大	经济组织及	全球全盟200	要经济体验	E济预测 (2	0210708)	•					
GDP预测 (同比)		IMF (20	21-7-1)			世界银行(2021-7-1)			经合组织(2021-7-1)	欧盟 (2021-7-1)				
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
全球经济预测	2.8	-3.3	6	4.4	2.8	-3.5	5.6	4.3	2.8	-3.5	5.8	4.4				
美国经济预测	2.2	-3.5	6.4	3.5	2.2	-3.5	6.8	4.2	2.2	-3.5	6.9	3.6	2.2	-3.5	6.3	3.8
中国经济预测	6	2.3	8.4	5.6	6	2.3	8.5	5.4	6	2.3	8.5	5.8				
欧元区经济预测	1.3	-6.6	4.4	3.8	1.3	-6.6	4.2	4.4	1.3	-6.6	4.3	4.4	1.3	-6.6	4.3	4.4
英国经济预期	1.5	-9.9	5.3	5.1					1.5	-9.9	7.2	5.5	1.3	-10.3	5	2.1
日本经济预测	0.3	-4.8	3.3	2.5	0.3	-4.9	2.9	2.6	0.3	-4.9	2.6	2	0.3	-4.8	3.1	2.5
俄罗斯经济预测	2	-3.1	3.8	3.8	2	-3.1	2.6	3	2	-3.1	2.7	2.6	7-	1		
巴西经济预测	1.4	-4.1	3.7	2.6	1.4	-4.1	4.5	2.5	1.4	-4.1	3.7	2.5				
南非经济预测	0.1	-6.9	3.1	2	0.1	-6.9	3.5	2.1	0.1	-6.9	3.8	2.5	- X	V		

图 4 世界三大经济组织及欧盟经济预测统计

数据来源: Wind、方正中期研究院

疫情防控应对与疫苗接种速度决定了经济的复苏路径。2020年,中国采取严格的社交管控措施,举全国之力控制疫情,经济复苏亦是最为强劲、录得2.3%的增长,为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家,一季度更是录得18.3%的增长。欧洲疫情得到有效控制,然没有跟进防御,冬季二次疫情全面爆发,2021年一季度更是爆发了三次疫情,经济出现双底衰退;美国疫情因为政府防控不利和民众的自由主义影响而持续的恶化,三次疫情持续冲击复苏的经济,然疫苗的广泛接种使得美国疫情出现明显的好转。从欧美经济对比来看,欧美2020年经济均出现大幅衰退,然欧洲则因为经济内生经济增长动力不足和疫情严格防控影响,其经济衰退程度要严重于美国,且其复苏步伐和速度亦不及美国,欧美经济之间的差距被拉大。从全球2020年经济数据来看,全球经济亦因为疫情的影响,出现3.5%的衰退,欧洲衰退程度低于全球水平,而中国则是高全球水平5.8个百分点,故中国经济在全球经济中的比重再度加大。

随着疫苗接种速度的加快,疫情风险在降低,全球经济将会持续的强势复苏,从世界三 大经济组织的预期来看,2021年,中国经济增速依然是最快的,可以达到8.5%以上,美国经

请务必阅读最后重要事项 第9页



济增速亦可以达到 6.5%以上,而欧元区经济增速则弱一些,可能在 4.3%左右。对于 2021 年全球经济增速而言,随着疫情风险的消退,经济复苏的幅度将会加大,故三大经济组织相继提高经济增长预测值,全球经济将会出现 6%-6.5%的增长。

								世界主要	投行经济	页测 (2021	0708)									
GDP预测 (同比)	花旗集团				高盛				摩根大通					德	银		摩根士丹利			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
全球经济预测					2.8	-3.3	6.7	4.8	2.8	-3.3	6.7	4.8	2.8	-3.5	6.3					
美国经济预测	2.2	-3.5	6.4	3.3	2.2	-3.5	6.9	4.7	2.2	-3.5	6.5	4	2.2	-3.5	7	4.7	2.2	-3.5	7.1	4.9
中国经济预测	6	2.3	8.8	5.5	6	2.3	8.5	5.7	6	2.3	8.8	5.5	6	2.3	9.5	5.8	6	2.3	8.8	5.9
欧元区经济预测	1.3	-6.6	4.9	4.4	1.3	-6.6	5.4	4.5	1.3	-6.6	5.4	5	1.3	-6.6	4.6	4.8	1.3	-6.6	4.7	4.8
日本经济预测	0.3	-4.9	2.3	3.5	0.3	-4.9	2.6	3.3	0.3	-4.9	3.1	3.6	0.3	-4.9	2.6	2.6	0.3	-4.9	2.5	2.9
GDP预测(同比)	巴莱克银行				美银美林				瑞银集团				瑞士信贷				富国银行			
GDFT灰灰 (同戊)	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
全球经济预测	2.8	-3.3	6.3	4.6	2.8	-3.3	6	4.5	2.8	-3.3	6.5	5.4			< >	-	2.8	-3.3	6.3	4.1
美国经济预测	2.2	-3.5	7.1	3.8	2.2	-3.5	7	5.5	2.2	-3.5	6.8	6.1	2.2	-3.5	6.8	4.9	2.2	-3.5	7.3	5.8
中国经济预测	6	2.3	8.4	5.5	6	2.3	8.3	6.2	6	2.3	9	6.2	6	2.3	8.2	6.1	6	2.3		
欧元区经济预测	1.3	-6.6	4.6	4.4	1.3	-6.6	4.2	3.5	1.3	-6.6	5.1	5.3	1.3	-6.6	5	4.6	1.3	-6.6	3.9	4.2
日本经济预测	0.3	-4.9	2.6	2.6	0.3	-4.9	3.2	4.2	0.3	-4.9	2.5	3.5	0.3	-4.9	2	1.7	0.3	-4.9	2	2

图 5 主要投行继续提升欧美经济增速

数据来源: Wind、方正中期研究院

				. <u>t</u>	· 世界主要投	· 行关于202 [·]	1年主要经济	体经济季风	度预测统计	(2021070	8)		•	•		
GDP预测(同比)	美银美林				高盛				X	領	:银	摩根士丹利				
GDPT贝测(同比)	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
美国经济预测	0.5	13.1	7.5	7.7	0.7	13.4	7.4	8	0.4	12.8	7	7.6	1.1	12.4	7.8	8.1
中国经济预测	18.3	7.2			18.3	7.5	6	4.7	18.3	9.4	7.7	5.9	18.3	8.4	6.8	5.1
欧元区经济预测	-2	11.7	1.2	3.2	-1.6	13.4	3.8	5.8	-V-2	12.6	2.3	4.2	-2	12.6	2.3	4.2
日本经济预测	-2.1	8.2	3.9	1.7	-2.1	8	3.9	2.3	-2.3	7.5	2.7	1.4	-1.7	8.1	3.6	1.3
英国经济预测	-6.9	19.4	5.7	6.7	-6.2	22.9	8.8	8.6					-7.5	19.5	4.7	5.2
CDDZEMI (EILL)	巴莱克银行				瑞银集团					壴	搏	方正中期				
GDP预测 (同比)	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
美国经济预测	-0.3	12.5	7.2	7.8	0.2	13	7	7.9	0.3	13.1	7.7	7.7	0.4	12.9	7.4	7.8
中国经济预测	18.3	9	7.1	5.5	18.3	8.3	6.4	5	18.3	8.2	5.9	3.3	18.3	8.3	5.7	4.2
欧元区经济预测	-1.9	12.1	2.3	4.2	-2.1	12.6	2.4	5.1	-2.1	13	2.7	4.6	-2.0	12.6	2.4	4.5
日本经济预测	-3.3	7.5	4.4	2.3	-2	8.1	4.9	3.1	-2.5	7.9	3.2	0.8	-2.3	7.9	3.8	1.8
英国经济预测	-6.1	20.7	5.9	6.1	-6.5	19.5	5.1	5.7	-6.2	22.3	7.6	7.4	-5.6	17.8	5.4	5.7

图 6 欧美经济将会在二季度达到年内同比峰值

数据来源: Wind、方正中期研究院

2021年,随着疫苗接种速度加快和经济管控放松,欧美经济复苏愈发强劲,故世界主要投行继续小幅提升欧美等主要经济体 2021年的经济预期;而全球疫情再度恶化,故世界主要投行则是小幅下调全球和日本的经济增速。下面分国家具体分析:

全球方面,2020年全球经济萎缩3.5%,其表现超过市场预期。基于疫苗的进展、宽松的 经济政策以及经济复苏的表现,各主要投行对全球经济增速预期相对乐观,然全球疫情的再

请务必阅读最后重要事项 第10页



度恶化,对于全球经济有一定的冲击,经济增长的预期区间为6.3%-6.7%。虽然全球疫情依然严重,但是政策应对和疫苗的进展,均有利于经济的复苏,经济超预期复苏将会持续,我们预计2021年经济将会出现6.5%-6.7%的增长。

美国方面,美国 2020 年经济录得 3.5%的萎缩,经济韧性十足,与美国超宽松的经济政策 刺激有直接的关系。随着疫苗的广泛接种和经济刺激措施的持续,美国经济将会持续复苏; 世界主要投行对于美国 2021 年经济预期更加乐观,经济增速区间上调为 6.5%-7%之间,更有部分投行将经济预期调整为 7.3%。鉴于美国经济的韧性,美国大规模的财政刺激措施的影响,以及疫苗广泛接种的疫情风险的消退,2021 年美国经济或出现 6.8%-7.3%的增长。分季度来看,一季度经济出现 0.4%的涨幅,二季度因低基数影响会出现接近 13%的同比涨幅,随后走弱,但是三四季度依然会维持在 7%以上。

中国方面,中国 2020 年经济增速达到超预期的 2.3%, 是主要经济体中唯一一个正增长的国家。2021 年,经济复苏叠加低基数影响,2021 年一季度 GDP 录得 18.3%的增长,二季度开始增速逐步回落,四季度恢复至正常水平附近;全年 GDP 可能在 8.5%-9%区间。从分项上看,制造业周期是经济的主要推力,基建对经济仍有一定支持,而房地产仍将承受一定压力。消费需求面临瓶颈,难以出现进一步的好转,外需回升需关注海外经济体复工复产情况。分季度来看,一季度经济录得 18.3%的涨幅,二季度经济逐步走弱,或出现 8%的涨幅,下半年则回归常态,三季度将会降至 6%下方,四季度不排除跌破 5%的可能。

欧元区方面,内生增长动力本就不足的欧元区,疫情的持续与严格的防疫措施对经济形成严重的冲击,叠加英国脱欧的冲击,2020年经济录得6.8%的萎缩。2021年欧元区经济反弹,然三次疫情的爆发引发新一轮的社交管控措施,经济表现将会在原来预期的基础上走弱,欧洲经济亦出现双底衰退。当前,欧洲三次疫情好转明显,然德尔塔变异毒株再度扩散,命途多舛的欧洲经济复苏动力有限,主要投行对其2021年经济预测区间为4.3%-5%。基于疫情的

请务必阅读最后重要事项 第11页



有效防控和协议脱欧的影响,随着全球经济持续复苏拉动有效需求,预计 2021 年 GDP 将会出现 4.5%-5%的增长。分季度来看,一季度经济录得 1.8%的负增长,二季度因低基数影响会出现 12%-13%的涨幅,随后走弱,会维持在 2.5%-4%附近。

日本方面,疫情冲击下,日本内需不足表现突出;以贸易导向性为核心的日本经济,进出口持续受到疫情的冲击,严重拖累日本经济。日本 2020 年经济萎缩 4.8%,2021 年将会如期反弹,反弹的幅度要小于中欧美等国,主要投行的预期区间为 2.5%-3%。2021 年全球经济的复苏将会有助于日本进出口贸易的恢复,带动经济幅度的幅度,然疫情的持续冲击和奥运会举办的风险均会拖累经济表现,预计 2021 年日本经济将会出现 2.8%-3.2%的增长。分季度来看,一季度经济录得 1.9%的负增长,二季度因低基数影响会出现近 6%左右的涨幅,随后持续走弱,四季度或跌至 2%以下。

二、美联储货币政策转向在即

瘦情冲击,市场恐慌,经济停滞。欧美央行迅速推出超宽松的货币政策,避免流动性危机发展为金融危机,更是降低经济危机的程度;主要经济体政府亦采取积极的财政刺激措施,从需求侧调控经济、降低经济危机的影响;各主要经济体在2020年下半年进入渐进复苏阶段,2021年逐步进入强势复苏期,当然其复苏进展与本国疫情防控和相关政策密切相关。当前疫情仍然对宏观场景有显著影响,原因在于经济渐进复苏的背景之下,"疫情恶化—经济前景不确定性加强—货币政策需要维持宽松"的传导路径意味着疫情决定了流动性及其预期的松紧;故当前宏观背景下,美联储在近期亦是维系货币政策的稳定;然而疫苗接种与经济复苏的进展、通胀以及就业等因素的影响下,美联储货币政策调整的紧迫性亦是不断上升。最核心的两次转变就是1月初的12月联储议息会议纪要和6月的议息会议声明,货币政策转向预期对市场均产生了较大的影响。

请务必阅读最后重要事项 第12页



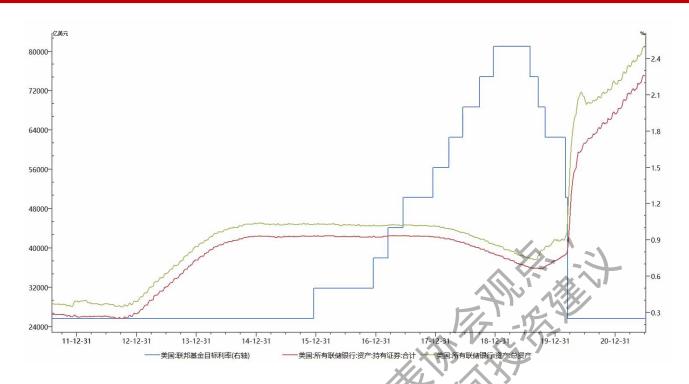


图7美联储超宽松货币政策分析图

数据来源: Wind、方正中期研究院

美联储 12 月议息会议纪要显示,决策者一致赞成保持资产购买速度稳定,美联储未来可能会增加资产购买规模,延长资产购买期限;几名美联储官员对购买更长期的债券持开放态度。美联储表示,经济发展的路径将取决于疫情发展,多数官员认为一旦取得"实质性进展",美联储就可以开始逐步缩减购债规模。美联储货币政策首次出现调整的迹象,转向预期交易开启,美债美元均出现大幅上涨,贵金属则进入弱势行情。

美联储 6 月议息会议释放鹰派信号,上调隔夜逆回购利率和超额准备金利率各 5 BP,上调 GDP 增速预期及近三年的 PCE 通胀预期,点阵图显示美联储官员预计到 2023 年底前会有两次加息,加息时间和速度均快于之前。鲍威尔释放将会开始讨论缩减购债规模的信号,坐实了对美联储将很快收缩刺激力度的担忧,美联储整体偏鹰派的表现表明货币政策转向已经来临。

请务必阅读最后重要事项 第13页



从美联储货币政策目标、调整参考指标、美联储官员讲话以及经济表现,我们对美联储的货币政策调整的影响因子进行了分析,认为以下几个因素为美联储货币政策进行调整的关键因素:第一,疫情风险得到有效控制,75%以上的疫苗接种率,当前仍在推进中;第二,美国就业市场数据持续向好;第三,美国通胀持续上涨,距离美联储通胀目标愈发遥远,给宽松货币政策施加压力;第四,美国宽松财政政策逐步退出,美债的发行量小幅下降;第五,美国经济逐步进入繁荣期。以上五个政策调整影响因素中,除第一和第二个仍未达到美联储所说的实质性进展,其他均已实现,故从政策调整因子来考虑,美联储的货币政策调整亦箭在弦上。

美联储主席鲍威尔今年曾经表示将会参考 2013-2014 年的货币政策的退出路径来进行本次货币政策的调整, 我们对 2013-2014 年货币政策退出路径进行整理, 明确从释放缩减购债规模信号到实施缩减购债规模措施再到降息的时间安排。具体如下:

第一阶段, 2012年12月13日, 美联储推出第四轮QE4, 月购债额850亿美元;

第二阶段, 2013年6月20日, 伯南克表示今年开始放缓QE, 明年结束QE;

第三阶段,2013年12月19日,美联储利率决议宣布缩减购债规模100亿,逐步退出QE; 第四阶段,2014年10月30日,美联储宣布正式退出QE;

第五阶段,2015年12月16号,美联储开启加息(退出QE和加息间隔一年,主要是中国供给端结构改革的影响)。。

请务必阅读最后重要事项 第14页



📬 美联储宽松政策退出路径展望



政策调整影响因子分析

➤疫情风险得到有效控制, 75%以上的疫苗接种率

- ▶通胀持续上涨
- ▶就业出现实质性进展
- >美国经济进入强势复苏期
- ▶美国政府宽松政策即将退出
- ▶ 参考2013年-2014年美联储 QE退出路径

2013-2014年QE退出路径

- ➤ 2012年12月13日,美联储 推出第四轮QE4,月购债额 850亿美元
- >2013年6月20日,伯南克表 示今年开始放缓QE,明年结 束QE
- >2013年12月19日,美联储 利率决议宣布缩减购债规模 100亿,逐步退出QE。
- ▶2014年10月30日,美联储 宣布正式退出QE。
- ▶2015年12月16号,美联储 开启加息

联储政策调整路径展望

- ▶第一阶段,2021年6-9月将 会释放缩减购置规模的信号;
- ▶第二阶段,2021年9-12月逐步缩减购债规模,每月缩减 100-150亿;
- ➤第三阶段, 2022年6-9月正 式结束第五轮QE;
- 第四阶段,2022年12月或者 2023年初开始加息,2023年 -2024年会加速加息。

图8美联储宽松政策退出路径展望

数据来源: Wind、方正中期研究院

宏观经济数据表现强劲对于美联储货币政策的调整提供动力,叠加近期美国逆回购规模不断刷新历史新高,疫苗接种率不断提升,美联储官员不断释放鹰派言论,我们认为美联储货币政策调整在即。基于美国经济进入强势复苏期、美国政府宽松政策即将退出以及疫情风险得到有效控制等因素影响,我们参考 2013 年-2014 年美联储 QE 退出路径,对美联储货币政策仅需初步分析与预测如下:

第一阶段, 2021年7-9月将会释放缩减购置规模的信号;

第二阶段,2021年10-12月则逐步开启缩减购债规模的政策调整,每月缩减100-150亿;

第三阶段, 2022 年 6-9 月正式结束第五轮 QE;

第四阶段, 2022年12月或者2023年初开始加息, 2023年-2024年会加速加息。

请务必阅读最后重要事项 第15页



美联储在6月末将会逐步开始进行缩减购债规模的讨论,7-9月则会释放缩减购债规模的信号,重点关注四个关键的时间点。

第一是7月份,鲍威尔在国会作证的证词,可能会释放缩减购债规模的信号;

第二是7月28日的议息会议,关注会议声明、鲍威尔讲话和8月18日会议纪要;

第三是8月份,鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会的讲话;

第四是9月22日的美联储议息会议,如果7-8月没有释放明确的缩减购债规模信号,本次议息会议一定会释放明确的信号。

这四个关键节点均是美联储释放缩减购债规模信号的关键期,届时对金融市场和商品市场会产生重要的影响,金融市场和商品市场将会迎来行情的大转向。

三、美债收益率先涨后跌 下半年仍会走强

自美联储 12 月会议纪要释放讨论缩减购债规模的信号(1 月 6 日)后,十年期美债收益率开启上涨趋势;随后,疫苗接种速度加快,疫情风险逐步消退,美国经济进入强劲复苏期,叠加油价价格上涨使得原油价格持续上涨,通胀预期大幅增加,十年期美债收益率继续上涨;3 月,美国经济强劲预期,使得实际利率持续的上涨,叠加美联储对美债收益率的态度,这成为该时间段美债收益率继续飙升的核心因素,已经从 1 月初的 0.92 涨至接近 1.8。二季度以来,随着利好被市场所消化,美联储宽松政策的持续和全球疫情不确定性带来的避险需求,实际利率回落,通胀预期高位震荡,美债收益率则持续回落;虽然,美联储 6 月议息会议释放了鹰派信息短暂提振了美债收益率,但是没有改变美债收益率的整体弱势趋势,特别是实际利率的再度回落,成为美债收益率回落的核心拖累因素;截止到 7 月初,美债收益率再度回到 1.3%下方,从趋势上看,不排除跌至 1.2%的可能。

请务必阅读最后重要事项 第16页



一般来说,国债收益率受到本国实际经济增速、货币政策、通胀预期、国债市场供需平衡状态和其他避险和资产配置需求等因素的影响,而不同类型的经济体以及不同的时期,不同因素的影响逻辑和程度均不同。对于美债而言,影响美债的其他因素主要是避险和资产配置等因素的影响,其走势取决于美国实际经济增长情况、美联储货币政策、通胀预期和以"美国财政、全球配置以及避险需求"等因素主导的供求结构。

基于"名义利率=实际利率+通胀"的核心逻辑进行分析。一般而言,十年期美债收益率代表名义利率、十年期通胀指数国债(TIPS)代表实际利率,十年期美债收益率与TIPS收益率差值反映通胀。我们通过对十年期美债收益率与TIPS差值与美国通胀(CPI同比)和布伦特原油价格(一般认为原油价格变动与通胀预期变动密切相关,走势相似度高)走势进行了对比分析发现,美债收益率与TIPS差值与布伦特原油价格的相关度显著高于与美国通胀的相关度,故名义利率和实际利率的差值为通胀预期更为准确。故名义利率与实际利率之间的关系则调整为"名义利率=实际利率+通胀预期",而通胀预期的变动与原油价格变动显著性强。

基于以上逻辑分析,影响十年期美债收益率变动的核心因素则是通胀预期和实际利率。 1-2月,实际利率虽然有小幅的回升,但是回升幅度有限,叠加美国联邦政府筹资需要维持低利率降低融资成本、美联储维持超宽松的货币政策影响,故1-2月对于美债收益率影响最大的便是通胀预期和原油价格的变动。2月下旬以来,美国疫情风险在逐步的消退,美国经济强劲复苏的预期在上升,美国实际利率在回升,这成为该阶段美债收益率大幅上涨的核心因素;当美联储官员继续强调美债收益率上涨,体现出投资者对疫苗接种进展和经济增速的信心,美债收益率则是涨到了近一年的高位1.78%。二季度以来,通胀预期高位震荡调整,而美国经济数据表现参差,美联储货币政策调整的预期有所减弱,美国实际利率亦回落,美债收益率从1.78%的年内高位持续下跌。

请务必阅读最后重要事项 第17页



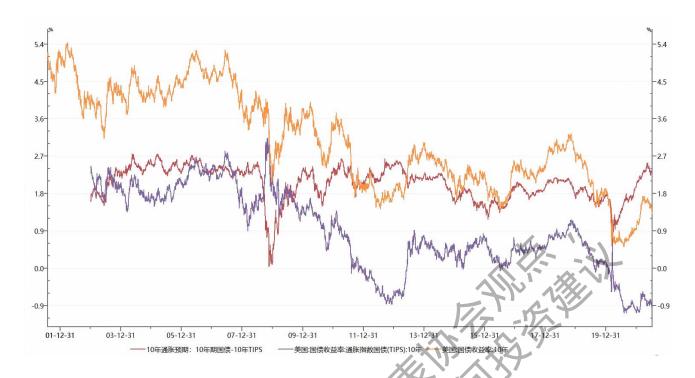


图9美债收益率逻辑分析

数据来源: Wind、方正中期研究院



图 10 十年期美债收益率走势分析

数据来源: Wind、方正中期研究院

请务必阅读最后重要事项 第18页



当前美债收益率因为实际利率的回落和通胀预期的高位偏弱震荡而持续回落,下半年,随着美国经济进入繁荣期,经济强劲利好实际利率,美财政宽松政策的效果减弱,联储开始逐步的调整货币政策,将会释放缩减购债规模的信号,美国实际利率将会出现增加,这将会对美债收益率形成直接的利好影响。另外,虽然通胀预期和通胀会出现回调,但是原油价格的强势预期亦可以避免通胀出现大幅的回落,故通胀和通胀预期回落预期对美债收益率的负面影响相对有限,美实际利率的上行幅度或将显著高于通胀预期小幅回落的负面影响。我们认为十年期美债收益率在第三季度将会重拾强势行情,继续上升,继续上探1.8%,不排除涨至2%的可能。

四、美元指数筑底后将会持续反弹

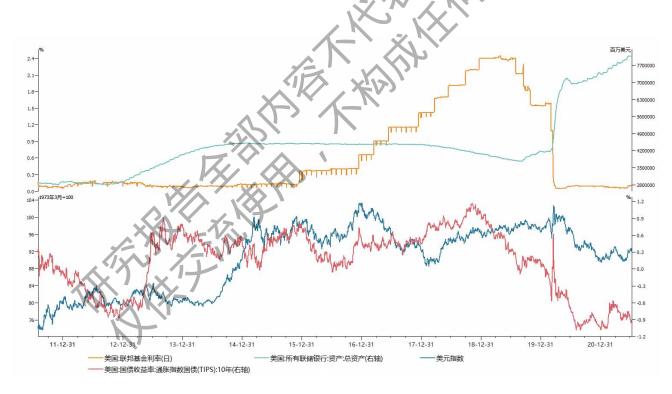


图 11 美元指数、联邦基准利率与美债收益率

数据来源: Wind、方正中期研究院

请务必阅读最后重要事项 第19页



一季度,欧洲三次疫情愈发明显增加避险情绪,美欧经济比较优势更加突出,经济复苏前景乐观,美联储官员表态出现鹰派转向,美元指数自 89.2 的近两年低位持续反弹至 93.44; 二季度以来,美联储货币政策表态再度转鸽,实际收益率有所回落,叠加美债收益率急涨后的技术性回调,和地缘政治风险引发避险需求,美债收益率高位回落; 受此影响,叠加欧元和英镑的反向影响,美元指数亦高位回落,5 月下旬一度跌破 90 关口,最低跌至 89.54。6 月初开始,美联储官员不断发出缩减购债规模的言论,美联储紧货币政策收紧的预期持续上涨,美元指数亦低位反弹,持续走升,特别是美联储议息会议释放鹰派信号后,美元指数持续上涨,最高达到 92.84。当前,美联储货币政策转向没有释放进一步的信号,所以美元指数跟随美债收益率有所走弱,但是美联储在三季度释放缩减购债规模信号、并在四季度实施缩减购债措施的货币政策整体预期,将会持续美元指数继续反弹,我们认为美元指数本轮回落基本接近尾声,接下来将会继续走强,2021 年下半年突破 93.44 后,涨至 94.7-95 的可能性依然比较大,主要因素在于以下几个方面:

第一,美国经济逐步进入繁荣期,疫情、通胀和就业出现实质性进展,美联储货币政策亦会逐步的转向,预计三季度将会逐步释放缩减购债规模的信号,并在四季度实施缩减购债规模的措施,2022年底开启加息,货币政策的转向预期,利好美债收益率,对于美元形成直接和间接的利多影响;这是支撑美元指数再度走强的核心因素。

第二,随着疫苗接种速度的加快,美国疫情风险逐步消退,疫情防控方面,美国相对于中国以外的其他经济体具有较强的优势,这有利于美国经济的复苏,另外拜登政府即将推行的基建计划和家庭支出计划获得通过可能性比较大(规模会减小),亦支撑美国经济,美国经济将会逐步进入繁荣期,经济的强劲是美元指数的核心基本面,这对于美元信用形成利好,提振美元指数。

请务必阅读最后重要事项 第20页



第三,因为内生经济增长动力和疫情消退的速度的区别,美国经济复苏的步伐和幅度均强于欧洲,美国具有较强的比较优势,这有利于美元指数的走强。美元指数是综合反映美元在国际外汇市场的汇率情况的指标,用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度;一揽子货币包含欧元(57.6%)、日元(13.6%)、英镑(11.9%)、加拿大元(9.1%)、瑞典克朗(4.2%)、瑞士法郎(3.6%);故欧元和英镑的走势对美元指数影响非常大。

第四,拜登政府上台后,美国政治从不确定性回归确定性和稳定性,拜登政府加大防疫管控措施,加大经济刺激措施刺激经济恢复,重新加入或重启世界诸多经济与军事等组织,并且在规划新一轮的大规模的基建计划,旨在提振经济、减少碳排放和减少经济不平等现象。 美国当前社会虽然分裂严重,但是政治的确定性和稳定性会增加美元的信用,进而提振美元指数。

第五,当前,虽然发达国家疫情风险在逐步消退,但是依然没有临近尾声,疫苗安全问题不断出现,疫苗的分配不均问题亦较为突出,印度疫情失控引发市场新一轮的担忧,而中东、美俄、美伊和"其他"等地缘政治风险依然存在,这增加了资金的避险需求,在黄金整体偏弱的背景下,作为全球核心支付手段的美元受到避险资金的青睐。

故在以上因素的影响下,美元指数在90 附近筑底成功后将会重回强势,2021 年涨至94.7 上方的可能性依然比较大。当然中期来看,美国经济在全球的占比在下降,货币超发严重冲 击美元信用体系,美元中期震荡走弱的趋势依旧,强阻力位在88 附近。对于美元指数而言, 我们维持美元指数运行区间为88-95的观点。

请务必阅读最后重要事项 第21页



第三部分 黄金基本面分析

一、黄金供给相对稳定 重点关注央行购金变动

4月29日,世界黄金协会公布了一季度全球黄金需求数据,第一季度全球黄金需求(不含场外交易)为815.7吨,与2020年第四季度基本持平,但与2020年第一季度相比下降了23%。尽管第一季度的平均金价同比上涨了13%,但季环比下跌4%。比去年相对低的金价刺激了黄金的消费需求,特别是许多市场逐步解除疫情封锁,且经济开始复苏则为需求增长进一步提供了支撑。黄金ETF的显著流出抵消了消费需求的强劲增长。利率上升及金价的下跌趋势抑制了部分投资者对黄金的兴趣,全球黄金ETF在第一季度净流出177.9吨。供给方面,一季度全球供给为1096.2吨,相较于四季度有所回落;再生金和矿产金均出现回落。

从世界黄金协会公布的完整数据来看,2020年黄金供应量为4619.59吨,相较于2019年和2018年黄金供应量均有所回落。当然,尽管受到新冠病毒大流行的不利影响,但全球金产量在2020年仍达到4600吨以上,并且随着经济继续复苏和矿商增产而有望在今年反弹。

黄金供应量具体分项来看,黄金矿产供应依然为核心,2020年供应量为3388.7吨,占黄金总供应量的比值为73.35%; 其次是再生金供应,2020年再生金供应量为1282.77吨,占黄金总供应量的比值为27.77%; 而央行购金/售金方面,2020年全球央行处于净购金的状态,购入326.27吨黄金,对黄金供应量形成负面拖累,占黄金总供应量的比值为-7.06%; 另外生产商对冲对于黄金的供应亦是处于负面拖累状态,购入黄金51.88吨,占黄金总供应量的比值为-1.12%。

请务必阅读最后重要事项 第22页



从历史数据来看,黄金矿产供应和再生金供应都相对稳定,而央行的购金/售金项和生产 商对冲项变化相对较大,特别是央行购金/售金的变化对黄金市场会产生重要的影响。近期, 央行一直处于购金状态,这在一定程度上支撑了黄金的价格。

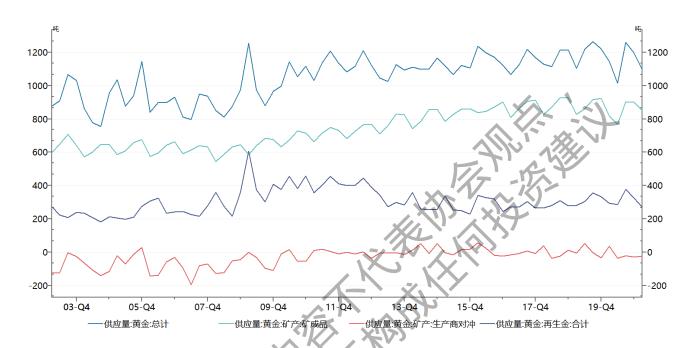


图 12 黄金总供给和分项供给趋势图

数据来源: Wind、方正中期研究院

对于 2020 年黄金矿商产量进行统计:排在首位的是 Polyus 最大的采矿业务 Olimpiada,它位于俄罗斯最富产的金矿开采省之一。该矿于 1996 年开始生产,目前占这家位于莫斯科的公司总黄金产量的近一半。尽管 2020 年的生产受到加工矿石品位下降的影响,导致同比下降14%,但 Olimpiada 仍名列第一;

第二名是巴里克-纽蒙特合资企业,位于多米尼加共和国,位于首都圣多明各西北约 100 公里处。项目开发始于 2009 年,并于 2012 年首次投入生产。巴里克 (Barrick) 此前宣布,将花费 13 亿美元来延长矿山的寿命,并释放超过 1100 万盎司的储量;

请务必阅读最后重要事项 第23页



自由港麦克莫兰 (Freeport McMoRan) 在印尼巴布亚 (Papua) 经营的巨型格拉斯伯格 (Grasberg) 矿曾经是世界上最大的生产商,但去年却跌至第三位。到 2020 年,该地区的新冠感染人数上升,导致矿山产量下降,导致劳动力减少。2001 年达到顶峰时,该矿场当年生产了超过 350 万盎司的黄金;

排在第四位的是纽克雷斯特矿业公司在澳大利亚新南威尔士州的卡迪亚山谷工厂,其中包括目前正在维护和维护中的卡迪亚东地下板岩洞穴矿和里奇韦地下矿。2020年10月,批准了对 Cadia 矿山的扩建,这将使其整个矿山寿命中的产量增加180万盎司。卡迪亚较低的总维持成本得益于铜和钼生产信贷的开采以及维持资本支出的时机。

排在第五位的是在刚果民主共和国境内由巴里克(Barrick)经营的基巴里(Kibali)矿。 基巴利是非洲国家第一座地下矿山,目前是世界上自动化程度最高的地下金矿之一。 2020 年 第三季度,巴里克(Barrick)将新的电池技术整合到该矿的电网中,进一步降低了能源成本 和碳足迹。

排名其余的分别是:内华达州的 Cortez (巴里克),巴布亚新几内亚的利希尔矿山(纽克雷斯特),马里的 Loulo Gounkoto (巴里克),澳大利亚的波丁顿露天矿(纽蒙特)和福斯特维尔也位于澳大利亚的地下矿山。

二、需求持续回落 重点关注投资需求

从世界黄金协会公布的最新数据来看,2021年1季度,全球黄金需求量为815.72吨,延续2020年的下降趋势,主因在于投资需求的下降;2020年黄金需求总量为3803.02吨,黄金需求量连续五年回落。

请务必阅读最后重要事项 第24页



黄金需求具体分项来看,投资需求黄金需求中占比最大的分项,2020年黄金投资需求为1773.81吨,占2020年黄金总需求的比例为46.65%;投资需求中,金条及硬币投资项和ETF及类似产品项基本持平,而后者则有持续增加的趋势。珠宝首饰需求为1400.76吨,占2020年黄金总需求的比例为36.83%,随着黄金价格持续走升,珠宝首饰需求持续回落,仍有进一步回落的可能。另外,工业用金需求为302.18吨,占2020年黄金总需求的比例为7.9%,其在近年相对稳定,变化不大,故对黄金价格的影响有限。

从以上分析和黄金需求历史走势来看,工业用金需求相对稳定,对黄金价格的影响有限,可以忽略不计;重点关注珠宝首饰需求和投资需求,而珠宝首饰需求会随着黄金价格的变动而出现对应的变动,黄金价格和珠宝首饰需求呈现显著的反向关系,故从需求变动来判断黄金价格,更多的应该关注黄金投资需求的变动。黄金投资需求中,金条及硬币的需求亦相对稳定,ETF 及类似产品项变化较大,并且对黄金价格的影响较大。故从黄金需求来预测黄金价格,供应该重点关注 ETF 及类似产品项黄金需求。

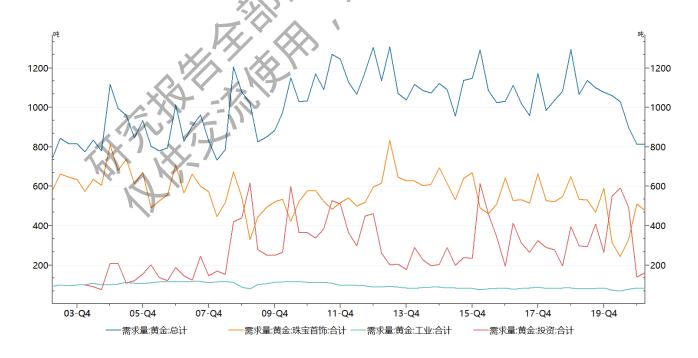


图 13 黄金总需求和分项需求趋势图

请务必阅读最后重要事项 第25页



数据来源: Wind、方正中期研究院

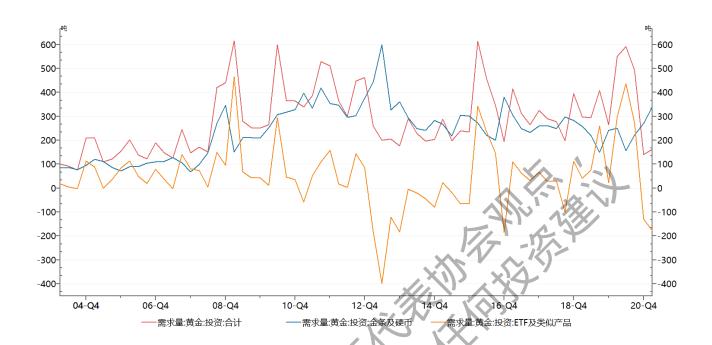


图 14 黄金投资需求和分项需求趋势图

数据来源:Wind、方正中期研究院

请务必阅读最后重要事项 第26页



三、CFTC 持仓和 ETF 持仓分析

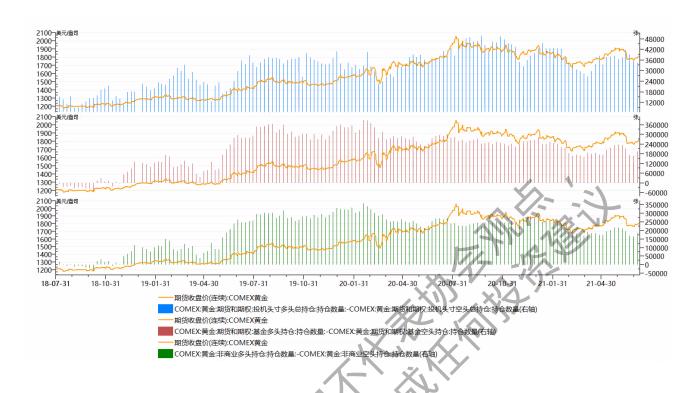
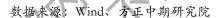


图 15 黄金价格与 CFTC 持仓走势分析



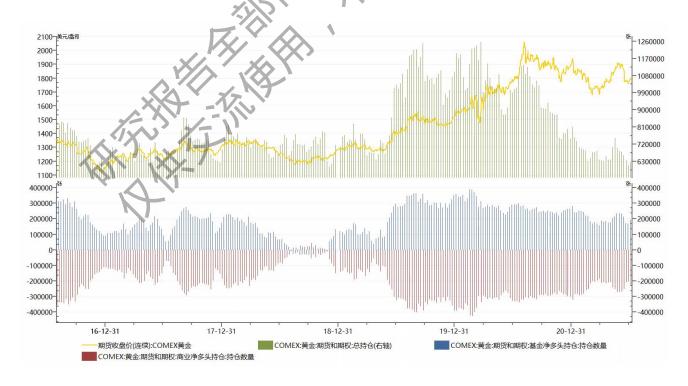


图 16 黄金价格与 CFTC 净多头持仓走势分析

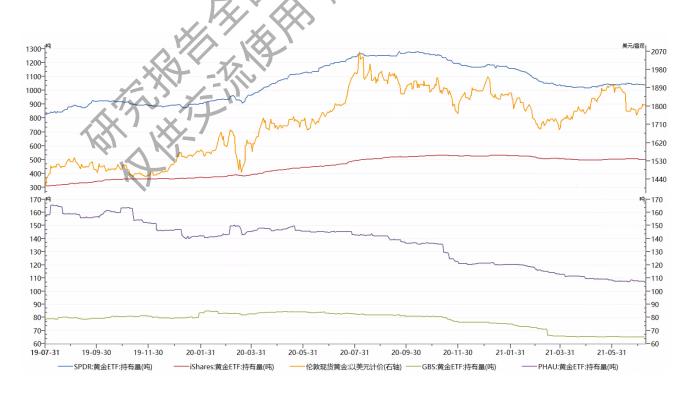
请务必阅读最后重要事项 第27页



数据来源: Wind、方正中期研究院

黄金的价格和 COMEX 持仓有一定的正向关联,当黄金价格出现上涨或者下跌之际,COMEX 持仓亦会出现相应的增加或者减少,两者的相关性较为显著。上半年,黄金价格亦是先跌后涨再回落,COMEX 黄金持仓亦是先减少后增加而后再度回落,并且净多持仓的变化与黄金价格走势的关联性更为密切。然而,COMEX 持仓变动从逻辑和变动上均是滞后于黄金价格的走势,故 COMEX 持仓的变动可以作为黄金价格走势的验证,而不能作为黄金价格走势的预测指标。故对于 COMEX 持仓的观察来验证黄金价格走势,一旦两者出现背离,则会出现投机的机会。

从ETF 持仓和黄金价格走势来看,SPDR 黄金持有量和黄金价格的走势显著相关。上半年,黄金价格亦是先跌后涨再回落,SPDR 黄金持有量亦是先减少后增加而后再度回落,关联性更为密切。虽然 SPDR 黄金持有量变化略微滞后于黄金价格,但是其走势的表动亦可以验证和确定黄金价格趋势,为黄金长期走势提供参考。故仍需关注 SPDR 黄金持有量的变动情况。



请务必阅读最后重要事项 第28页



图 17 黄金价格与 ETF 持有量走势分析

数据来源: Wind、方正中期研究院



请务必阅读最后重要事项 第29页



第四部分 美债、通胀与非农与金银逻辑分析

一、美债与金银逻辑分析

美债实际是绝大多数固定收益的基础,也是目前货币市场稳定的基石,代表着市场无风险收益率,进一步影响当下的金融和非金融资产的合理定价,市场上的金融资产的价格等于 无风险收益率+风险系数*该资产的风险因子。由于每个国家的国家信用不同,以及考量汇率 波动对收益带来的损益,以及不同期限产生的时间成本,而产生了各国各异的国债收益率。 持有国债等于持有长期的无风险票据,这也是包括险资在内的很多金融机构的收益主要来源。

2020年随着全球经济的共振性下行,欧洲市场的诸多国家的国债收益率已经降低至零利率以下甚至更低,在这种情况下,以固收为锚的歐洲市场机构在考虑短线做本土国债的投机之外,不得不寻求更好的长线的投资标的。这时候有两种选择,一种是继续跨境投海外的国债,这时要面临的主要是汇率波动带来的风险,另一方面是投资标的的内部信用风险。在这种情况下,优先的两个国家一个是美国,一个是中国,前者基本没有突发性汇率波动带来的风险,但美元资产价格高金,美元随着美联储货币政策的转势也可能适时转弱;另一个是中国,或者较类似的发展中国家的国债及核心资产,主要风险是特朗普或英美国家带来的不确定性。因而在这种情况下,资金的选择往往是先买美债、美元资产,再买人民币债,人民币核心资产,最后再到其余新兴市场主体,可以看到过去几个月就是这样的投资顺序。当然随着资金的流入,相应资产的价格水涨船高,考虑风险因素下组合收益可能并不尽如人意,这时候才是去年资金真正分流入黄金市场的动因。

请务必阅读最后重要事项 第30页



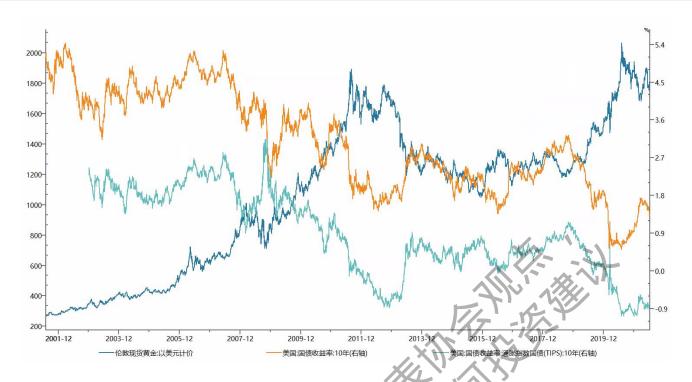


图 18 黄金价格美债收益率走势分析

数据来源: Wind、方正中期研究院

做黄金投资的时候要做定性,绝大多数投资者交易黄金是赚低买高卖的资本利得的收益,但绝大多数的资金是做相对收益的配置用途,这个相对收益更多就是相对于美国债券的收益率。如果我们看黄金和美债收益率的图形会发现,每次当美债出现重大转折的时候,恰恰是黄金阶段性高低点形成的时候,根据世界黄金协会数据显示,地表黄金总体量大概在19万吨左右,如果按照3.8亿人民币/吨或者按照0.6亿美元/吨来估算,市场黄金的总价在12万亿美元附近,但是分布的特别散乱。而全球的美债的总体量大概在30-40万亿之间,美债的持有者往往是大型金融机构、央行,资本密集度较黄金高得多,而且单笔资金的杠杆率可以达到非常高,因而实际上在资金运用方面,美债的总体量可能比黄金要高得多,这就决定了至少在当下的时点债券的优先级更高、对黄金更多是单向传导。

请务必阅读最后重要事项 第31页



2021年国际黄金出现了开门红,并一举上破 1900 美元/盎司最高至 1960 美元/盎司,但好景不长而后跟随者巨幅的下跌打乱了很多投资者的结构,究其根本,美债收益率的突发性上行是最根本的原因。

我们注意 CME 观察的同时,美联储一再安抚宣称 2022 年底甚至 2023 年才会考虑加息,但是 CME 从利率市场观察中发现市场中已经有边际的利率对赌出现,说明在当下市场风险资产加速上涨和美联储超额印钞的情况下,市场对于贵金属的交易锚点或将转移到以美债为主要指标以其余利率为辅助指标的交易加息预期的市场中,这对黄金产生利空,进而带动白银的走弱—即使这种预期按照官方的措辞应该是不可能存在的。



图 19 美债 10 年期-2 年期收益率仍在走阔

数据来源: Wind、方正中期研究院

传统市场中认为美债收益率象征市场的无风险收益率,但那更多在美债供应稳定的情况下,而目前美联储损害自身信用式地抛售可能也传达了另一个观点——即美元信用不稳,美

请务必阅读最后重要事项 第32页



债可能不再代表市场无风险收益率,而是由更多国家的债券的信用市场组成,在这种情况下, 黄金反倒是利多,因为不确定黄金的确定性才更有价值。

现在市场的显著悖论是,通胀预期在持续攀升,但是金价在持续下降。目前的解释是,第一美债自身的逻辑混乱,超额印发下长端美债是否仍代表无风险收益率。第二是,市场的价格飞涨表现的更多是近年的通胀修复,而市场相信美联储有足够的能力调节远月通胀,因而通胀虽然来临但是短线的市场现象,黄金更多交易的是长周期的市场拐点。

二、通胀指标对黄金价格影响在持续弱化

最新公布的美国通胀数据显示,美国 5 月 PCE 物价指数同比增长 3.9%,核心 PCE 物价指数同比增长 3.4%,均符合预期,核心 PCE 物价指数同比增速创 1992 年以来最高;环比上升 0.5%,表现略不及 0.6%的预期和 0.7%的前值。尽管美联储最关心的通胀指标创近 30 年新高,但通胀数据与预期基本相符,降低了市场和美联储成员对通胀失控的担忧,至少对美联储转向鹰派的焦虑情绪有所缓和。

受美国 PCE 通胀指标影响,黄金价格先小幅上涨,然后收窄涨幅。虽然通胀依然高企,通胀数据失控的风险下降,市场对于美联储货币政策转向的迫切性预期有所缓和,黄金价格先小幅上涨;随后收窄涨幅,主因是符合预期的通胀数据已经被市场所消化,高位的通胀对黄金的影响力量相对有限,随着美联储官员再度发表鹰派言论,黄金价格涨幅收窄。

从黄金的属性出发,黄金具有抗通胀的属性,那么黄金和通胀应该具有同涨同跌的显著 关系。下面,我们将会从相关性分析、历史走势分析等来理解通胀和黄金价格之间的关系。

从美国核心通胀和整体通胀两个维度,来分析通胀和黄金走势的相关性。通过测算,自 2020年2月3日以来,核心通胀和伦敦金现之间的相关性为9.1%,整体通胀和伦敦金现的相

请务必阅读最后重要事项 第33页



关性为 8.5%; 自 2011 年 6 月 29 日以来的十年期,核心通胀和伦敦金现之间的相关性为 9.2%,整体通胀和伦敦金现的相关性为 37.9%; 自 2001 年 6 月 29 日以来的十年期,核心通胀和伦敦金现之间的相关性为 21.8%,整体通胀和伦敦金现的相关性为 18.6%。从相关性的显著性来看,通胀和伦敦金现之间并没有显著的相关关系,相关关系偏弱。故从近 20 年相关性来看,高通胀与抗通胀黄金价格之间显著性相对较低,高通胀会有利于黄金价格的上涨,但是并不会一定会对黄金价格上涨形成实质性影响,两者的关系在弱化。

从历史走势来看,20世纪70年代和80年代初,通胀和黄金的走势相一致,同涨同跌,通胀对黄金的影响相对较为明显。而1985年-2000年前后,通胀水平和黄金价格均处于相对平稳期(没有出现急速的大幅的上涨和回落),两者的关系已经不明显。2000年以后的黄金大牛市更是对应的低通胀水平,通胀和黄金价格的关系弱化非常明显,两者并没有表现出一致性。故从整体的历史走势来看,通胀和黄金价格的相关性在减弱。当然在短期内,通胀的超预期性表现对黄金依然存在影响,但是影响均相对有限。

当前,通胀依然高涨,而黄金价格亦没有随着上涨,反而出现大幅回落,进入趋势性弱势行情,主因在于黄金的核心影响因素在于美联储货币政策的转向,然后通过对美元指数和美债收益率的影响,进而影响黄金价格的走势。因此,货币政策转向问题是黄金价格走势的核心影响因素,其影响已经超过通胀对黄金价格的影响。故当前对于通胀的表现,可以短期内影响黄金价格、但是中长期依然是重点关注货币政策的转向步伐。



三、美债、通胀与黄金影响分析

美国通胀超预期大幅上升,对于具有抗通胀属性的黄金而言则会形成利好,但是黄金在通胀公布后,先小幅拉涨随后掉头回落,出现此种现象的原因是什么,其核心影响逻辑是什么?

4-5 月通胀超预期大涨, 其核心影响在于美联储超宽松的货币政策和联邦政策疫情纾困刺激法案带来的货币超发和流动性泛滥, 以及供需失衡使得大宗商品价格持续上升和低基数的叠加影响, 并非美国经济的实质性复苏进展影响, 这可以通过实际利率-美国十年期通胀国债利率 (下方称之为 TIPS) 的近期回落亦可以说明。故该逻辑下的通胀只是暂时性的, 难以持续对市场产生影响, 并且该影响已经部分被市场所计价, 故其大涨时对大宗商品市场的影响特别是对黄金的影响有限。

通胀超预期大幅上涨,虽然没有对黄金产生较大的直接影响,但是却产生较为明显的间接影响。美国 4-5 月通胀表现大超预期,说明通胀的实际表现已经超过市场的预期,当前通胀交易的程度还没有完全被市场所消化,或者说市场预期通胀仍将会继续上涨,即通胀预期再度加强。通胀预期的加强,对十年期美债收益率产生直接的影响,纵使实际利率有所下降的背景下,十年期美债收益率仍然大幅上涨。十年期美债收益率和具有零息债券属性的黄金具有强负相关性,十年期美债收益率的上涨对黄金而言形成较强的压力,黄金高位回落。

从逻辑分析和行情走势来看,通胀对黄金的直接影响不及通胀通过影响十年期美债收益率对黄金产生的间接影响;故对于通胀数据对黄金影响的解读,在短暂的右侧可以重点关注通胀的直接影响,但是核心的关注点依然应该是通胀通过美债收益率对黄金的间接影响。这在后面的行情判断中,应该作为一个核心的影响点去关注。

请务必阅读最后重要事项 第35页



通胀预期的上涨很快被市场所消化,而近期非农数据的不及预期表现和零售数据的疲弱表现,均说明美国实体经济的复苏有限,货币超发和流动性泛滥影响下的美国经济出现表面繁荣而实质复苏缓慢的迹象,美国实际收益率的下滑亦是直接证明。因为实体经济复苏有限,TIPS 有回落的迹象,受通胀预期上涨的十年期美债收益率在市场消化掉通胀上涨的预期后,则再度持续走弱。其走弱亦为零息债券的黄金提供了上涨的动力。

通过以上的分析, 我们认为通胀对黄金的直接影响不及通胀通过影响十年期美债收益率 对黄金产生的间接影响, 因此在后市的行情判断中关注通胀的走势, 但是更应该关注十年期 美债收益率的走势, 当两者出现不一致的影响时, 应该以十年期美债收益率的影响为核心, 通胀的直接影响作为参考。

四、美国非农数据对黄金的影响逻辑分析

从近期的就业市场数据和贵金属市场表现来看,就业市场数据表现超预期之际,贵金属往往会出现大幅下跌;而就业市场数据表现符合预期或者不及预期之际,贵金属往往会出现大幅上涨;并且非农数据的被关注度亦是非常的高。那么为什么非农数据相对于其他的供需、制造业 PMI、服务业 PMI、消费者信心指数等宏观数据,对于贵金属市场的影响更大呢?其中的影响逻辑是什么?

长期以来,美联储的两大货币政策目标始终是物价稳定与充分就业,物价稳定长时间放在首位,是美联储关注的重中之重。然而自新冠肺炎疫情爆发使得美国失业人数不断刷新历史新高之际,美联储货币政策目标的重心已经发生了转变,更加侧重于实现充分就业而非物价稳定。美联储的议息会议声明持续的强调:委员会寻求在较长期实现充分就业和2%的长期通胀率;由于通胀持续低于这一长期目标,委员会目标允许通胀在一段时间内适度高于2%,

请务必阅读最后重要事项 第36页



以便使长期平均通胀达到 2%,且使长期通胀预期牢牢锚定在 2%的水平;委员会预计将保持宽松货币政策立场,直到实现这些结果。故美联储货币政策目标重心已经发生改变,这与美国当前面临的疫情、经济复苏和地缘政治等国内外形势密切相关。当前,美国超宽松的财政政策和货币政策只为助力经济快速复苏,经济增长和充分就业已经成为美国政府当局最核心的诉求和方向。

目前市场对美联储货币政策目标的理解依然停留在历史的思维模式中,认为通胀的大幅上涨会使得美联储提前收紧货币政策,美联储的关注焦点在于通胀。但是实际上,美联储货币政策目标重心已经发生改变,关注焦点已经转移到充分就业目标,该目标的实现对美联储货币政策的影响会更加明显,我们对美联储政策的目标及实现路径的影响逻辑与预期亦要发生相对的转变。美联储货币政策目标的转变与市场的反应亦密切相关,当就业市场表现超预期之际,美联储货币政策转向的迫切性将会加强,当就业市场表现不及预期之际,货币政策转向的迫切性就会缓解;而当通胀大幅上涨之际,虽然美联储货币政策转向的迫切性会有所增加,但是增加程度有限,而美联储官员则是持续的给通胀降温,强调通胀是暂时性的。因此当前,美联储货币政策的关注焦点更多的是就业市场的表现。

通过以上分析,再具体梳理一下美国就业市场表现对黄金的影响逻辑。美国非农数据表现不及预期,美联储货币政策转向的迫切性有所下降,最起码市场认为美联储进行货币政策调整(讨论并释放缩减购债规模的信号)的时间会比预期要延后,美债收益率因实际利率 (TIPS)的下降而出现回落,美元指数则因为就业市场表现不佳的宏观基本面的直接影响和美联储货币调整可能性的下降的间接影响而走弱;在美债收益率和美元指数据均走弱的背景下,具有债券属性和货币属性的黄金亦大幅走升,叠加通胀偏上行,贵金属的上涨趋势将会持续。

请务必阅读最后重要事项 第37页



第五部分 美联储货币政策转向与黄金行情演绎分析

对比美联储资产负债表规模变动和伦敦金现价格的历史走势数据,可以得到以下的结论:美联储资产负债表规模的增加往往伴随着黄金价格的上涨,美联储资产负债表规模趋于稳定或者小幅回落之际,黄金价格亦会出现回落。

回顾美联储资产负债表规模和黄金价格 2000 年以来的数据,可以具体分析两者的关系。2008 年 9 月-2011 年 9 月,面对金融危机,美联储实施宽松货币政策,释放流动性,资产负债表规模大幅增加,从 9000 亿美元涨至 29000 亿美元,伦敦金现价格亦直线拉升,从 750 美元/盘司一路飙涨至 1900 美元/盘司。这一阶段是历史上最长的流动性泛滥时期,除美联储以外,各国央行加大货币宽松力度以对冲频发的经济金融危机、地缘政治危机带来的负面影响;长期宽松下,通胀预期抬升、实际利率下行、美元指数走弱,黄金呈现大牛市。

2012 年底-2014 年中,虽然美联储实施第四轮 QE,资产负债表规模继续增加,但是黄金没有出现对应的上涨,当然在很大程度上避免了黄金的深度回落。这一阶段前处于后金融危机时期,美国经济回暖,货币政策转向,第三轮 QE 结束,整体低通胀、实际利率回升,此外日欧经济仍低迷反衬美国增长相对强势,金价快速下跌,进入熊市区间。而美联储第四轮量化宽松政策虽然没有使得黄金价格上涨,但是改变黄金快速下降的趋势,改变了黄金熊市下跌的幅度,使其从快速下跌回归震荡偏弱期。故宽松的货币政策亦促进了金价的相对涨幅。

2019年下半年至今,美联储开启了新一轮的量化宽松政策,而新冠肺炎疫情的爆发则是使得美联储进入超级量化宽松时代,美联储资产负债表规模亦是急剧大幅增加,从初期的4万亿涨至当前接近8万亿,仍有进一步上涨的趋势;这一阶段,叠加疫情风险所带来的避险需求,黄金价格则是持续的大幅上涨,最高涨至2075美元/盎司,不断刷新历史新高。超宽松的货币政策所带来的货币超发和流动性泛滥使得黄金价格出现大幅的上涨。

请务必阅读最后重要事项 第38页



2014 年下半年-2019 年初,美国经济进入繁荣期,美联储资产负债表规模亦相对稳定,没有进一步的释放流动性,黄金亦从急速下跌的熊市逐步转向震荡市。而 2011 年 9 月-2012 年 10 月,是美联储第四轮 QE 前的、短暂的货币政策相对正常时期,该阶段黄金价格从高位回落,进入超级熊市,虽然有经济好转与市场风险偏好等其他因素的反向冲击,但是货币政策的收紧(第三轮 QE 的结束)或是其大幅回落的核心影响因素。而 2021 年 1 月 6 日,随着美联储 12 月议息会议纪要显示美联储开始讨论宽松货币政策的退出路径,释放货币政策调整的鹰派信号后,黄金价格则是持续的走弱,从 1960 美元/盎司跌至 1675 美元/盎司附近,亦说明黄金行情对美联储货币政策调整的敏感性。

通过美联储资产负债表规模和黄金价格走势的具体分析,可以得到美联储货币政策和黄金价格走势的相关关系,当前美联储的货币政策再次临近转向的边缘,那么对应的黄金价格是否亦在短期上涨后迎来调整期呢?

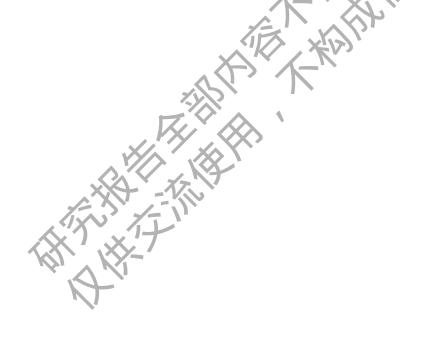
首先是美联储的货币政策转向问题。近期,美联储逆回购交易量大增。6月,美联储隔夜逆回购协议的总规模不断刷新历史新高。现金充裕的金融机构纷纷涌向美国联邦储备理事会的逆回购机制,以0%的利率把钱借给美联储,在债市中引发了对于关键短期利率实际上可能降至零以下的担忧。这些现金主要来自美联储的资产购买和美国财政部为应对新冠病毒大流行对经济的财政支持,巨大的成交量引发货币市场的扭曲,美联储或被迫采取缩减购债规模的行动。美国货币市场流动性泛滥,美联储被迫通过逆回购操作来回收流动性,稳定逆回购市场利率,稳定美联储政策利率参考下限,这亦说明QE调整的紧迫性。

基于美国经济进入强势复苏期、美国政府宽松政策即将退出以及疫情风险得到有效控制等因素影响,叠加当前货币市场的现状和美联储官员的缩减购债规模讨论言论,我们参考2013年-2014年美联储QE退出路径,对美联储货币政策进行初步分析与预测如下:第一阶段,2021年7-9月将会释放缩减购置规模的信号;第二阶段,2021年9-12月则逐步开启缩减购债规模的政策调整,每月缩减100-



150 亿; 第三阶段, 2022 年 6-9 月正式结束第五轮 QE; 第四阶段, 2022 年 12 月或者 2023 年初开始加息, 2023 年-2024 年会加速加息。届时黄金将会趋势性走弱, 大宗商品亦会受到负面冲击。

基于当前对美联储货币政策的调整预期,我们认为当美联储释放缩减购债规模信号之际便是黄金价格进入震荡走弱的熊市之际;因此下半年货币政策的逐步转向对于黄金而言会形成较大的压力,黄金进入弱势难以避免;但是美联储近期释放的天量流动性,依然没有被市场所完全消化,超发的货币和泛滥的流动性依然会支撑着金价,故黄金价格虽然会回调,但是回调的幅度会相对有限,1650美元/盎司是一个关键的支撑位,若跌破该点位,那么1450美元/盎司的阻力将会是核心阻力位,跌破的可能性非常小。当前需要强调的是,该行情是美联储货币政策从调整到回归正常水平的中期行情,或到2024年才会完成。

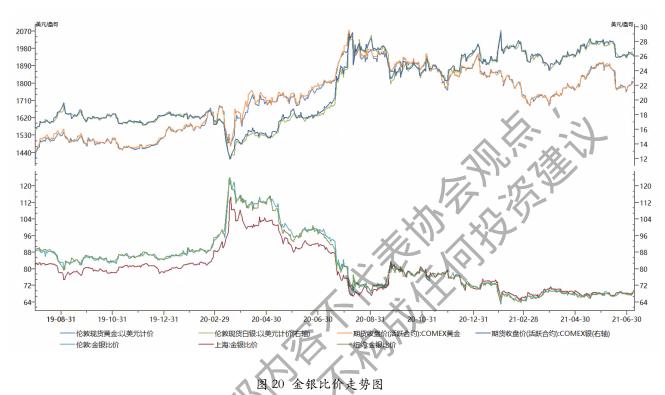


请务必阅读最后重要事项 第40页



第六部分 黄金相关的核心宏观指标解读

一、金银比处于低位 有上涨趋势



据来源: Wind、方正中期研究院

2020年3月以来,黄金和白银走势呈现较大背离,风险偏好是导致两者不同步的主要原因,不过整体上看金银比在这一年时间里持续修复,从极值点123以上修复到2021年3月的65附近;5月份虽有所回升,但是仍然处于70下方。我们认为,黄金这一年从过度高估到了过度低估的位置,而白银持续的高波动率对行情的消耗较大,且很容易受到有色板块的拖累,2021年市场会从流动性的全面释放带来的牛市中逐步回归正常,并且因为疫情

带来的地缘政治的矛盾会加深,金银比更容易走高,预期 2021 年金银比波动区间 60-85。

请务必阅读最后重要事项 第41页



二、人民币走势与美元指数走势密切相关

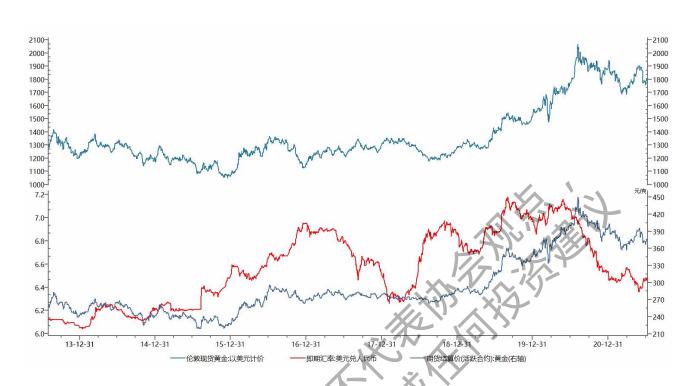


图 21 离岸人民币与黄金走势分析图

数据来源: Wind、方正中期研究院

上半年美元/离岸人民币先因为美元指数走势和zc导向影响,人民币升值势头减缓,美元/离岸人民币升至6.5872;4月份,随着美元指数再度走弱和中美经济比较优势影响,美元 兑离岸人民币再度回落至6.3534;然美联储货币政策转向预期和鹰派走向提振美元指数,美国经济进入繁荣期亦推动美元指数,美元指数触底反弹、再度走强,人民币再度回到6.5的近期低位。随着美国经济持续走强和货币政策逐步转向支撑美元,人民币将会再度走弱。关注中美利差变化、经济复苏情况以及中美贸易关系,当前运行区间依然维持在6.3-6.6。

人民币中长期将会再度走弱,其核心影响逻辑分析来看,第一,随着海外市场的修复, 资金有更好的投资标的,比如前期被严重打压的旅游、酒店、航空等,资金从中国市场撤出 的概率增大。第二,美国执政党更擅长进行意识形态方面的手段,中美商贸又将进入新常态, 在和风细雨一年多后国内的避险情绪重新抬头,也将促使资金外流,这将利多黄金,但也有

请务必阅读最后重要事项 第42页



可能将白银带起来,也是我们判断白银跌幅不会太深的原因。第三,下半年牵扯到重要的时间节点和历史进程安排,对金银的价格也产生重要的影响。

人民币汇率虽然当前仍处于升值周期,但是更多的是受到美元指数走弱的影响,一旦美元指数出现大幅反弹,中国基本面迎来拐点,那么人民币将会再度走弱,这将使内盘贵金属一改当前涨的少得多的趋势,变成涨的更多跌的更少的状况,对黄金白银的交易影响是做多的行情可以相对激进,做空的行情建议相对谨慎。

三、美元/港币强方兑换打开



图 22 美元/港元走势分析

数据来源: Wind、方正中期研究院

美元港币是最有效的监测中美贸易环境的指标之一。注意港币强方兑换已经打开,但 目前还没有明显的偏移到弱方兑换,结合人民币汇率和外部商贸环境,后续要注意资金外

请务必阅读最后重要事项 第43页



流问题对市场带来的冲击,如果外流加速则内盘黄金保汇率需求将产生,也是我们始终推荐逢低做多黄金的原因。



请务必阅读最后重要事项 第44页



第七部分 黄金技术分析和季节性分析

一、黄金技术分析

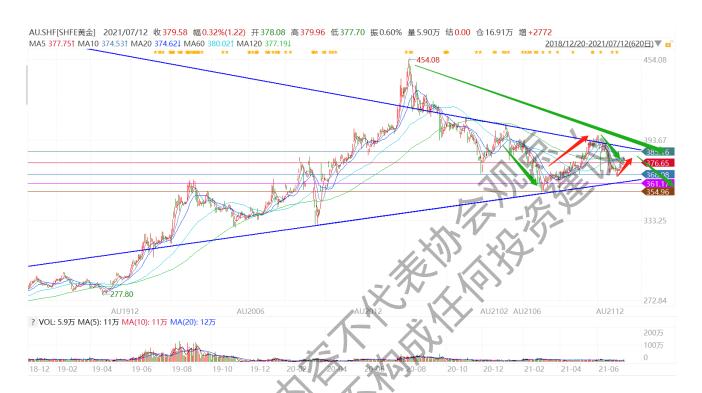


图 23 伦敦现货黄金价格走势图 (美元/盎司)

数据来源: Wind、方正中期研究院

影响黄金走势的主要包括伦敦现货金(伦敦金现)、上海金(Au9999)和纽约金(Comex 金),国内期货一般对标的是上海金+升贴水,我们分析的主要是伦敦金(现货金)

压力位: 黃金目前整体在 1800 美元/盎司的位置震荡整理,目前看,第一压力位在 1850 美元/盎司,后续该点位将成为内盘的反复争夺区域;第二压力位 1900 美元/盎司,是 比较显著的上方压力位,能够有效突破的可能性小,除非美联储货币政策出现鸽派信号,美联储持续强调维持宽松货币政策不变,不释放缩减购债规模的信号,不实施缩减购债规模的措施。

请务必阅读最后重要事项 第45页



阻力位:下半年需要重点关注的第一阻力位为 1750 美元/盎司, 若跌破则会回到 1720-1740 美元/盎司的宽幅震荡期。第二阻力位则为 1650-1675 美元/盎司的区间, 美联储释放缩减购债规模的明确信号并实施缩减购债规模措施, 黄金很有可能会回落到此。一旦美联储释放缩减购债规模信号,则对于黄金而言,下方则关注 1650-1675 的牛熊转势区,这是这一轮黄金行情的最大分界点,考虑到汇率变动,下方支撑大致对应内盘 345-355 元/克一线附近。

二、黄金季节性分析



图 24 现货黄金季节性分析 (美元/盎司)

数据来源: Wind、方正中期研究院

请务必阅读最后重要事项 第46页



	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
平均(每月变动)	39.44	-2.45	-7.69	20.02	-14.5	-3.46	35.08	46.39	-45.53	2.8	-37.65	-1.22
2021	-51.72	-113.62	-25.32	59.14	138.01	-139.96						
2020	66.27	-2.62	23.91	84.18	35.54	53.25	190.24	-3.93	-72.63	-17.26	-105.93	125.67
2019	41.86	-6.8	-23.37	-8.54	18.28	107.76	18.54	92.25	-51.94	41.24	-45.63	57.99
2018	42.34	-26.83	7.17	-10.09	-16.88	-45.91	-28.45	-23.92	-9.35	25.86	2.18	61.48
2017	63.22	37.72	0.76	19.08	0.64	-27.31	27.83	51.99	-41.68	-8.3	3.56	27.79
2016	57.11	120.46	-5.92	60.78	-78.21	106.58	29.38	-42.31	6.9	-38.66	-104.01	-25.7
2015	99.42	-70.61	-29.61	8.0	6.21	-18.23	-76.55	39.13	-19.84	27.02	-77.34	-3.67
2014	42.91	81.84	-42.38	7.59	-41.92	77.65	-44.74	4.73	-79.17	-35.21	-5.56	16.99
2013	-11.65	-84.09	17.89	-120.79	-88.91	-153.27	90.54	70.2	-65.24)-5.97	-69.71	-51.71
2012	172.85	-41	-28.61	-3.4	-104.24	36.94	17.13	77.27	80.4	1-51.6	-5.67	-39.63
2011	-88.72	78.65	20.87	131.5	-27.97	-35.55	126.87	198.5	-201.76	90.91	31.65	-181.44

图 25 伦敦金现月度涨跌绝对值统计 (美元/盎司

数据来源:方正中期研究院

请务必阅读最后重要事项 第47页



第八部分 总结全文和下半年操作建议

一、全文总结

2021 年上半年,美联储货币政策的走向成为黄金价格走势的核心影响因素,而美债收益率和美元指数则是核心驱动。美联储 12 月议息会议纪要释放鹰派信号,叠加通胀持续上涨的影响,美债收益率和美元指数均上涨,黄金则是从 1960 美元/盎司的高位持续走弱,最低跌至 1676 美元/盎司。4-5 月份,美联储官员和议息会议淡化通胀影响,强调宽松货币政策的持续性,美债收益率和美元指数高位回落,叠加疫情恶化和地缘政治不确定胜升温带来的避险需求影响,黄金价格持续上升。美联储 6 月议息会议释敖超预期的货币政策转向的鹰派信号,美元指数持续上涨,黄金则是迅速走低。7 月初,更德尔塔变异毒株再度蔓延、美国就业市场无实质性进展和美联储货币政策无新的进展的综合影响、美债收益率持续下降,黄金则是持续的回升,并稳定在 1800 美元/盎司附近。沪金价格变动紧跟伦敦金现价格的变动,一季度自 405 元/克的高位回落,最低跌至 354.6 元/克,随后走升,五月底六月初最高回升至 397.3 元/克的上半年高位;6 月份受美联储货币政策转向预期和美联储议息会议释放鹰派信号影响,黄金价格持续回答,最低跌至 366 元/克,7 月初则是持续反弹,当前稳定在 375 元/克上方。

基本面数据上看,2021年一季度全球黄金供需依然相对稳定,整体处于小幅的供过于求的状态。需求端,黄金ETF的显著流出和黄金珠宝首饰的回落抵消了需求的强劲增长;供给端,再生金和矿产金供应的回落是核心拖累因素。然黄金供需变动对金价影响有限,当前美债收益率走势是金银行情的核心驱动因素,美元走势亦影响金银;故当前分析黄金价格需要更多的是关注美债收益率和美指的变动。

请务必阅读最后重要事项 第48页



美债仍然是市场的交易核心,一方面黄金作为零息债券,在长端美债收益率持续走高的情况下黄金的相对收益预期在持续下滑,另一方面美债的长端利差表明大量的资金认为市场只是炒作短线通胀而对于美联储启动工具调节长端市场有预期,市场转而开始担忧美国货币政策转向将开始提前,虽然美联储主席鲍威尔和部分官员一再重申价格持续维持偏宽松的环境保证经济复苏,但对于基准利率的维系时间出现了较为明显的分歧。下半年,美联储货币政策转向已成必然,美债收益率和美元指数将会持续走高,这将会施压黄金的走势。

二、黄金后市展望

疫情再度反扑、央行行动方向以及符合预期的会议纪要短期利好黄金,特别是美债收益率的持续下降直接利多黄金,短期反弹行情仍在特续,然美联储货币政策转向预期依然存在,新的政策动向将会继续拖累贵金属的走势。当前,在没有新的政策和数据指引下,黄金短期行情反弹,但是长期弱势行情并未发生变化,1824美元/盎司的60日均线和1850美元/盎司为强阻力位,上方空间相对有限;关键位置下方仍将会维持弱势,随着美联储货币政策新导向出现,黄金若跌破1750美元/盎司的支撑位则会回到1720-1740美元/盎司的前期宽幅震荡区间;下半年黄金再度下探1650-1675美元/盎司区间可能性大;在美联储美元进一步的货币政策调整信号出现前,黄金运行区间预计为1750-1850美元/盎司或365-385元/克。当前,即使行情反弹幅度较大但是不改变整体的弱势趋势,风险厌恶者暂时建议观望,激进者可择机逢高沽空。对于匈银而言,近期受有色板块拖累行情偏弱,运行区间依然在25-26.5美元/盎司区间(5200-5500元/千克),上涨之际则择机做空;下半年或跌至22-24美元/盎司区间。美联储货币政策转向已经开启,下半年关注美联储货币政策的动向和美联储官员的表态。

请务必阅读最后重要事项 第49页



三、黄金期权投资策略分析

目前现有的黄金期权市场的成交量比较小,从期权成交分析单笔进入1-10 千克为宜, 总的量不超过20 手,所以相比于大客户,目前场内期权更多是投机户或者极小的产业客户 在做。由于做市商的存在,黄金期权市场的买卖价差极为规律,做市商赚取的是买卖价差 钱。根据这一年时间和各类客户在黄金期权的实盘经验来看,我们总结出如下几点特性:

- 1、适用体量: 1-20 千克 或 1-20 手, 小体量客户或者投机客户
- 2、适宜月份: 2112 合约以及未来的 2206 合约 (主要是四季度)
- 3、核心思路: 做极端行情的风控管理, 我们认为 2021 年下半年大幅上涨概率不大的情况下, 最佳策略考虑逢低卖看涨期权进一步摊薄成本。另外, 美联储货币政策或面临转向, 此时亦应该考虑买看跌期权。
- 4、对于买权:买权策略偏短线,从绝对值上看,因为标的的高波动性,黄金期权每日损失的时间价值比较多,在离到期日10日前在标的波动有限的情况下黄金期权平均每日掉200元/手的时间价值,注定了只能做短线,仅推荐技术面出现重大向上突破的行情用期权进行保值。
- 5、对于卖权:技术面的重要压力位/支撑位可能都是卖权点位,卖权一般以持有到期为主。卖权有两种思路,第一种,对于强压力位的卖权,更多赚的是期权费,尤其是急涨/急跌的强压力强支撑的瞬间卖权会带来很丰厚的利润。第二种,用作库存/建仓管理,下半年的行情可能比较适合这种风格。我们更多推荐在黄金超跌的情况下黄金消费企业进行卖出黄金看跌期权来进行采购策略。

请务必阅读最后重要事项 第50页



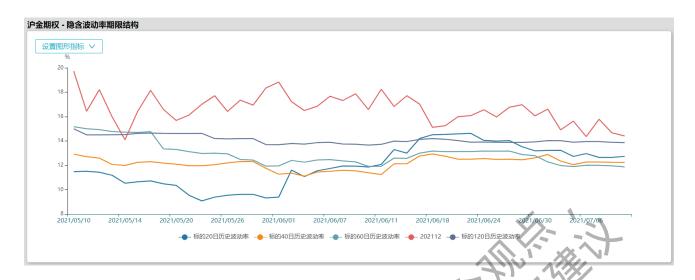


图 26 沪金期权隐含波动率期限结构

数据来源: Wind 方正中期研究院

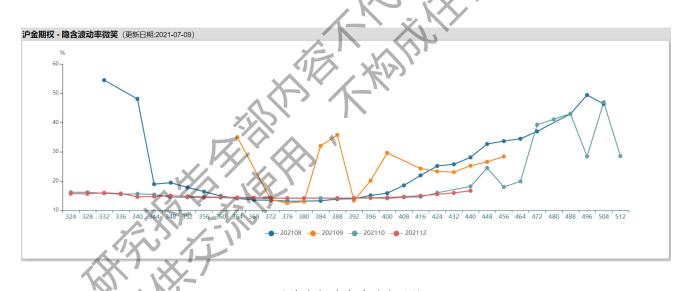


图 27 沪金期权隐含波动率微笑

数据来源: Wind 方正中期研究院

我们认为沪金大幅上涨可能性不大,小幅反弹后将会再度走弱,故我们推荐最简单的 策略就是卖出看跌期权,赚取期权费,加大利润收益。我们推荐卖出黄金期权 AU2112C400 合约,其收益数据分析如下图所示。

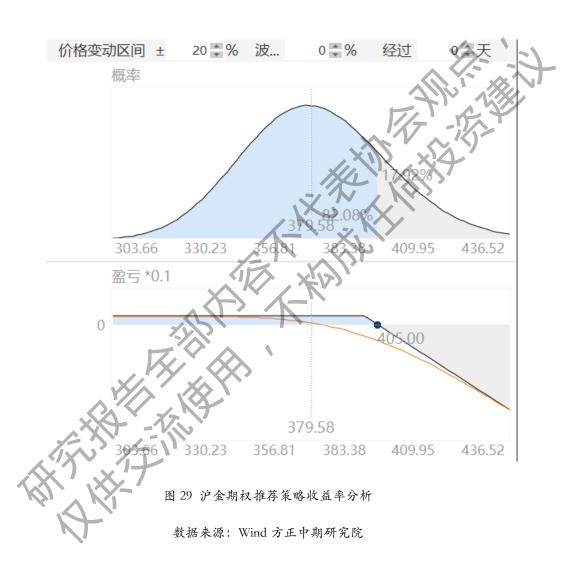
请务必阅读最后重要事项 第51页



买卖	名称	手数	价格类型	价格	买价	卖价	HV60	IV	Delta	Gamma	Vega	Theta	合约乘数
卖	黄金期权AU21120	1	买价 ~	5.00	5.00	7.80	12.09%	15.10%	0.2456	0.0113	0.7318	-0.0312	1000
∃加入村	示的 田	保存策	格	田加	入组合管	最大收益:	5,000.00 i	最大亏损: -	∞ 区间最大	收益: 5,000.0	00 区间最	景大亏损: -	50,496.00
						总Delta	a: -247.511	9 总Gam	ma: -11.2726	ô 总Vega: -	734.7227	' 总Theta	a: 31.5980

图 28 沪金期权推荐策略数据分析

数据来源: Wind 方正中期研究院



请务必阅读最后重要事项 第52页



四、对金银产业链企业建议

从估值的角度,经过6月底7月初的上涨行情,当前黄金价格已经处于阶段性高位,进一步上涨的空间有限,一旦美联储释放缩减购债规模的明确信号和实施缩减购债规模措施,黄金价格则会承压回落。对于黄金产业链的企业而言,有现货的需求或者供给,应该更多的进行期现结合的操作,避免单一的期货投机行为。

黄金上涨空间相对有限,且面临美联储货币政策转向之际,对于金银供给企业而言, 当前应该选择合适的时机进行卖出保值操作,黄金 380 元/克以上均是卖出保值的机会,若 黄金涨至 385 元/克,则加大卖保力度; 当然如果黄金突破 390 元/克则做好止损策略,等 待行情明确则再度卖保操作。

对于金银消费企业,对于黄金采购而言,当前以按需采购现货为主,可以在期权市场上进行买入一定的看涨期权预防黄金价格进一步的大幅上涨,亦可以卖出期权获得权利金以降低采购成本,期货市场上当前不建议进行操作;对于黄金库存而言,建议在385元/克上方进行卖出套保操作,预防美联储货币政策转向带来黄金的反转,确保库存价值的稳定。

请务必阅读最后重要事项 第53页



相关股票

)T44/\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\)TW 6716	1014 - 0	2020年12月	2021年7月9日	
证券代码	证券名称	相关产品	31日价格	价格	涨跌幅
000506.SZ	中润资源	四川平武地区(黄金)	2.40	2.23	-7%
000603.SZ	盛达资源	黄金	15.92	13.26	-17%
000612.SZ	焦作万方	国内销售合金锭	7.02	8.01	14%
000878.SZ	云南铜业	黄金	14.47	13.42	-7%
000975.SZ	银泰黄金	黄金贸易	8.61	9.93	15%
002155.SZ	湖南黄金	黄金	8.51	7.94	-7%
002237.SZ	恒邦股份	黄金	12.99	11.88	-9%
002345.SZ	潮宏基	传统黄金首饰	4.10	5.50	34%
002574.SZ	明牌珠宝	黄金饰品	4.62	4.97	8%
002716.SZ	*ST金贵	黄金摆件	2.61	3.63	39%
002731.SZ	萃华珠宝	黄金首饰	6.87	6.23	-9%
300945.SZ	曼卡龙	计克类黄金	22.90	20.67	-10%
600489.SH	中金黄金	黄金	8,81	8.75	-1%
600497.SH	驰宏锌锗	黄金	4.80	4.71	-2%
600531.SH	豫光金铅	黄金	5,91	5.53	-6%
600547.SH	山东黄金	黄金开采冶炼	23.62	19.33	-18%
600612.SH	老凤祥	黄金饰品	45.33	51.32	13%
600655.SH	豫园股份	黄金饰品	8.89	10.79	21%
600711.SH	盛屯矿业	黄金租赁收入	9.16	8.56	-7%
600824.SH	益民集团	黄金饰品	3.67	3.85	5%
600916.SH	中国黄金	黄金首饰	5.93	15.50	161%
600988.SH	赤峰黄金	黄金	17.91	15.56	-13%
601069.SH	西部黄金	上海黄金交易所	13.49	12.57	-7%
601212.SH	白银有色	黄金-有色金属采选冶炼及销售	2.96	2.70	-9%
601899.SH	紫金矿业	金锭	9.29	10.14	9%
002345.SZ	潮宏基	K金珠宝首饰	4.10	5.50	34%
002574.\$Z	明牌珠宝	黄金饰品	4.62	4.97	8%
002740.SZ	爱迪尔	素金饰品	4.99	4.26	-15%
002867.SZ	周大生	珠宝首饰(行业)	26.65	18.10	-32%
300945.SZ	曼卡龙	素金饰品	22.90	20.67	-10%
600538.SH	国发股份	珠宝首饰	5.90	7.08	20%
600612.SH	老凤祥	黄金饰品	45.33	51.32	13%
600655.SH	豫园股份	黄金饰品	8.89	10.79	21%
600824.SH	益民集团	黄金饰品	3.67	3.85	5%
900905.SH	老凤祥B	黄金饰品	2.90	3.97	37%

图 30 黄金相关股票上半年表现

数据来源: Wind、方正中期研究院

请务必阅读最后重要事项 第54页



联系我们:

分支机构	地址	联系电话					
	总部业务平台						
201 21 44 1H 4Π	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010 05001313					
资产管理部	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦7C	010-85881312					
#0467TT->-P->	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	040 05004447					
期货研究院	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦11层	010-85881117					
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587					
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109					
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295					
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228					
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292					
	分支机构信息	-37					
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987					
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401					
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205					
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886					
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016					
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区12-444	025-58061185					
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576					
レケハハコ	上海十进长士晚200日2075	021-50588107/					
上海分公司	上海市浦东南路360号2307室	021-50588179					
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201					
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心18层1807室	027-87267756					
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906					
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337					
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068					
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861					
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567					
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950					
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672					
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710					
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区中华大街89号大连友谊时代广场B座1105室	0310-3053688					
青岛营业部	山东省青岛市市南区香港中路61号阳光大厦21楼EH单元	0532-82020088					
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677					
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836					
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号909室、906室	021-58381123					
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093					
上海南泉北路营业部	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278					
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833					
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056					
南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路359号1803、1804室	025-58065958					
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340					
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208					
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026					
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578					
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713					
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888					
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397					
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188					
广州营业部	广州市天河区林和西路3-15号35层07,35层08,35层09	020-38783861					
风险管理子公司							
上海际丰投资管理有	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922					
限责任公司	The second of th						

请务必阅读最后重要事项 第55页



重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料,方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价,投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关,方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失,敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布,如引用、转载、刊发,须注明出处为方正中期期货有限公司。



请务必阅读最后重要事项 第56页