

# 美债收益率与通胀谁主沉浮

<贵金属> 2021.3.21

## 上海大陆期货有限公司

地址：上海市徐汇区凯旋路  
3131号明申中心大厦26楼  
邮编：200030  
电话：021-54071958  
信箱：dlqhyfb@126.com

## 研究员

姓名：张凯一  
期货从业证号：F3080621  
电话：18721677938  
邮箱：2545105355@qq.com

### 摘要：

1, 本周黄金整体延续上周的反弹行情，重心整体上移，主要还是对于拜登新基建投资所带来的通胀持续抬升预期的担忧所致。不过周四美元兑主要货币反弹，美国国债收益率涨破关键水平，10年期美债收益率盘中最高上涨11个基点，至1.75%，为2020年1月以来的最高水平，对金价反弹的走势形成巨大压力，与此同时目前市场相信美联储将允许通胀率在经济反弹过程中高于目标。不过目前来看，黄金多头阻力仍旧巨大，作为避险资产，由于近期疫情的逐渐控制以及疫苗的持续接种，避险情绪有所下滑。其次因预期全球经济前景向好，美债收益率有进一步走高的空间，我们预计这次美债收益率的提升阻力位置在2.0%附近，短期对于金价形成压力。最后美联储近期持续发声，缓和市场对于通胀抬头的担忧，从数据上看，2月通胀虽有抬升，但是幅度有限，出现重大政策调整的可能性偏低，对于金价同样形成压力。本周白银跟随黄金起伏，我认为在宏观面没有太大改变的情况下，美债收益率的攀升对于黄金价格的打压超过黄金，而同时白银工业需求的向好也令白银价格走势强于黄金。因此金银比价有进一步走低的空间。

2, 从核心逻辑来看，目前影响金价最核心因素是美债收益率以及通胀预期。美联储主席鲍威尔周三表示，他对近期长期收益率的上涨并不担心，他的关注重点仍将放在金融状况是否仍然宽松上，这鼓励了投资者进一步推高收益率曲线。其次今年随着疫苗的持续接种以及新冠新增人数的边际回落，全球经济前景向好，也助推了美元的走强，因此美元与美债收益率的强势短期将会持续打压金价走势。

而通胀方面，我们注意到近期美联储主席鲍威尔接连发声，缓和市场对于通胀抬头的担忧，其次从数据上看，目前的通胀率仍然非常低，而且虽然通胀预期的各项指标最近有些回升，但依然是在最近的历史范围内。因此短期金价还将继续承压。

长期来看，目前来看美联储未来数年或将保持持续低利率，而美联储也表示眼下，在就业和通胀上，经济仍然远未达到目标，取得实质性的进一步进展将需要一些时间。美联储官员近期不厌其烦地一再向市场保证货币政策将在一段时间内维持不变，因市场对通胀的担忧与日俱增，尤其是拜登1.9万亿刺激案所带来的潜在通胀威胁，让投资者相当恐慌。不论是通胀预期的上涨还是美联储维持宽松货币政策的承诺，对金价都是利好。因此虽然短期通胀回升并不明显，美债收益率的上涨令金价承压，但是长期来看，通胀预期的抬头依旧是黄金上涨的核心因素，因此长期看多黄金。2021年白银的表现将超过黄金。低利率、美元走弱和通胀压力上升将推动黄金和白银，这两种金属都被视为货币金属。不过，今年经济活动改善将为银价提供另一个支撑。

投资建议：预计短期金价维持震荡偏弱运行，伦敦运行区间在1680-1780美元/盎司，沪金主力运行区间在355-380元/克。短期金价下方依旧存在空间，建议短空为主。中长期建议逢低做多。远月合约多单持续持有。

风险点：变异病毒消息，疫苗研发消息，美联储会议纪要，美债收益率走

## 一、机构分析（本周多数机构持看空态度）

BMO Capital Markets 的 Ian Lyngen 表示，随着经济复苏取得进展，鲍威尔给 10 年期和 30 年期收益率进一步上行开了绿灯。在这些假设受到挑战之前，潜在的通货膨胀预期将保持高位，并且仍将是美国国债看跌趋势的基石。就目前而言反向押注没有好处。

随着美债收益率大涨，周四纳指重挫 3%，美债收益率攀升似乎帮助了新一轮朝着周期性股票的板块轮动。ThinkMarkets 市场分析师 Fawad Razaqzada 表示，在出现“市场噪音与某些避险资金流入”的背景下，科技股遭到抛售，黄金价格走高。但 Razaqzada 表示，美债收益率的上升可能使金价的上涨难以为继。

RJO Futures 高级市场策略师 Bob Haberkorn 称，鲍威尔昨日有关利率的评论对金价非常有利，但另一方面，10 年期债收益率继续上涨限制了金价的上行空间。

德国商业银行分析师 Eugen Weinberg 表示，“债券收益率上升（对黄金造成压力）和股市紧张情绪（倾向于支持金价）之间的拉锯战还在持续，我们目前预计黄金将在未来几周触底。”

美国土木工程师学会此前发布的一份评估报告显示，美国面临 2.59 万亿美元的基础设施资金缺口，需要政府大幅增加支出用于修建道路、桥梁和其他项目。报告呼吁美国各级政府及民间部门扩大投资，到 2025 年将投资额从相当于国内生产总值(GDP)的 2.5%提高至 3.5%。

Wolfpack Capital 首席投资官 Jeff Wright 表示：“2 月零售销售、上周的就业数据、国债收益率数据与美元水平等数据描述的通胀状况相互矛盾，这令金价无所适从。”

Gold Bullion Strategy Fund 联席投资组合经理 Jason Teed 表示：“鉴于经济持续复苏，而通胀压力仍然相对较为缓和，整体而言黄金市场情绪好坏参半。”

## 二、黄金走势

### 2.1 期货走势：

本周黄金整体延续上周的反弹行情，重心整体上移，主要还是对于拜登新基建投资所带来的通胀持续抬升预期的担忧所致。不过周四美元兑主要货币反弹，美国国债收益率涨破关键水平，10 年期美债收益率盘中最高上涨 11 个基点，至 1.75%，为 2020 年 1 月以来的最高水平，对金价反弹的走势形成巨大压力，与此同时目前市场相信美联储将允许通胀率在经济反弹过程中高于目标。不过目前来看，黄金多头阻力仍旧巨大，作为避险资产，由于近期疫情的逐渐控制以及疫苗的持续接种，避险情绪有所下滑。其次因预期全球经济前景向

好，美债收益率有进一步走高的空间，我们预计这次美债收益率的提升阻力位置在 2.0% 附近，短期对于金价形成压力。最后美联储近期持续发声，缓和市场对于通胀抬头的担忧，从数据上看，2 月通胀虽有抬升，但是幅度有限，出现重大政策调整的可能性偏低，对于金价同样形成压力。

**图 1 COMEX黄金收盘价**



**图 2 沪金收盘价**

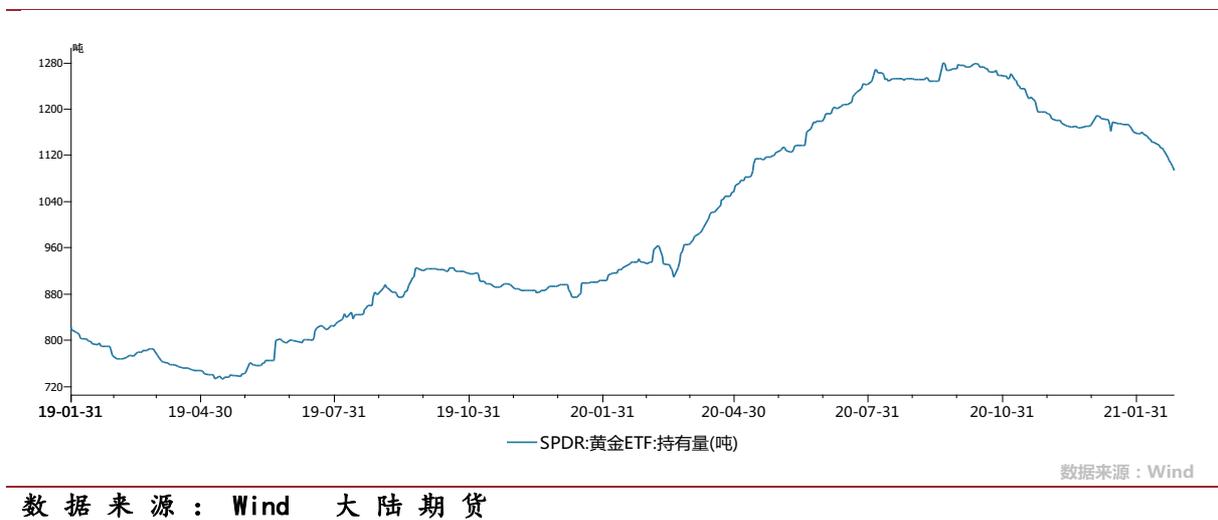


## 2.2 持仓情况

截止 3 月 19 日，全球最大的黄金基金 SPDR Gold Shares 黄金持有量为 1052 吨，与上周基本持平，在连续 8 周出现周度持仓量下滑之后，持仓量首次出现了拐点。黄金 ETF

由于其增减持仓和黄金价格走势高度正相关，所以黄金ETF出现边际拐点，也表明了多头势能转强。

**图 3 黄金ETF持仓量**



数据来源：Wind 大陆期货

### 三、白银走势

#### 3.1 期货走势：

本周白银跟随黄金起伏，我认为在宏观面没有太大改变的情况下，美债收益率的攀升对于黄金价格的打压超过黄金，而同时白银工业需求的向好也令白银价格走势强于黄金。因此金银比价有进一步走低的空间。

**图 4 COMEX白银收盘价**



数据来源：Wind 大陆期货

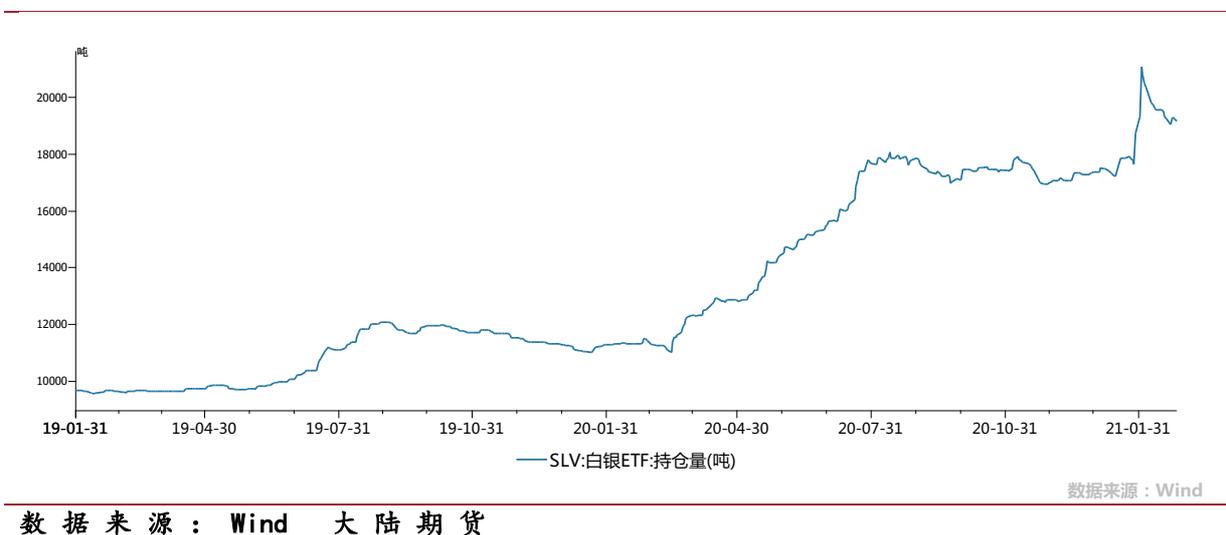
图 5 沪银收盘价



### 3.2 持仓情况

截止 3 月 19 日，白银基金 iShares Silver Trust (SLV) 白银持有量为 18303 吨，周减少 124 吨，从二月份以来持仓量持续下滑。目前来看，白银持仓依旧处在高位，后期资金有持续离场的风险。

图 6 白银ETF持仓量



## 四、黄金影响因素与核心逻辑

### 4.1 经济数据喜忧参半

美国总统拜登周四将 1.9 万亿美元新冠纾困法案签署为法律。并向美国民众表示，他正在积极行动，加快新冠疫苗接种，更进一步努力使美国在 7 月 4 日前恢复正常。随着纾困法案中的金融刺激措施实施，而且越来越多的人接种疫苗，拜登表达了谨慎乐观情绪，称和全球其他国家一样，美国也厌倦了抗疫封锁和经济损害。

美国 2 月就业岗位增幅超预期，美国上周初请失业金人数降至四个月低点。因公共卫生环境改善使更多经济部门得以重启，使劳动力市场复苏重新站稳脚跟。避险情绪持续缓和。不过周二公布的经济数据显示美国 2 月零售销售下降 3%，数据公布后金价也有所上涨。此外，周二公布的 2 月工业产出同样下降 2.2%。这又使得金价有些无所适从。

#### 4.2 美联储按兵不动

美联储目前预测今年美国经济增长 6.5%，将创自 1984 年以来国内生产总值(GDP)的最大年度增幅，到年底失业率将降至 4.5%。而去年 12 月政策会议给出的预测是今年经济增长 4.2%，失业率为 5%。

目前预计今年物价上涨的速度将超过美联储 2%的目标，达到 2.4%，随后将在 2022 年回落。鲍威尔称，目前的货币政策适当，没有理由阻止美债收益率在过去一个月的持续飙升。“如果看看各种金融状况指标，会发现它们基本显示融资条件整体很宽松，这是适当的。”

目前来看大环境依旧有利于金价走强。

#### 4.3 拜登再推基建投资，远期通胀预期走强

在 1.9 万亿刺激案通过之后，拜登政府开始着手任内的第二份更猛的刺激方案，即基础设施建设。

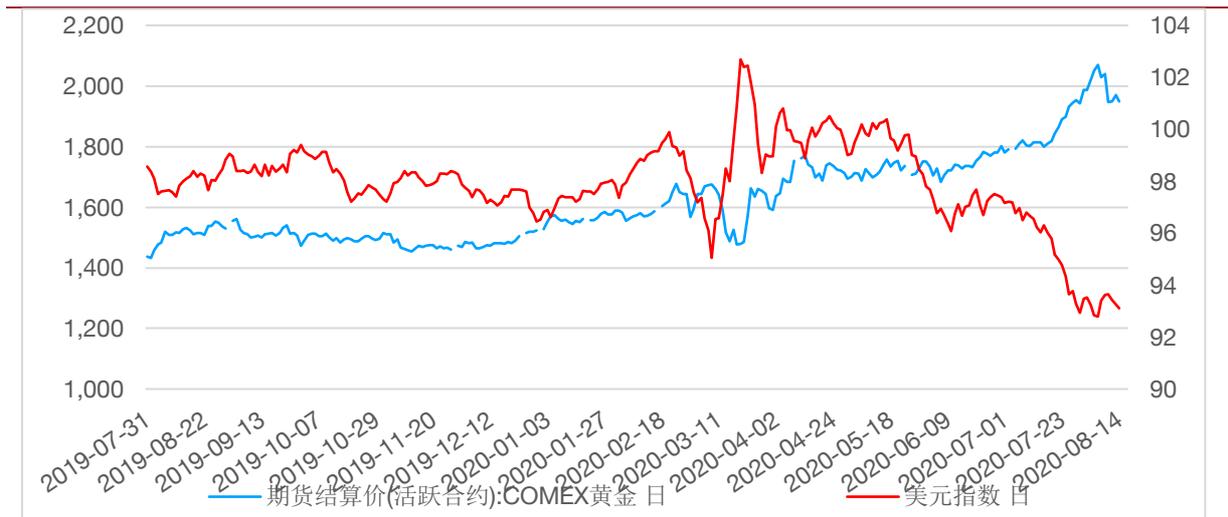
美国土木工程师学会此前发布的一份评估报告显示，美国面临 2.59 万亿美元的基础设施资金缺口，需要政府大幅增加支出用于修建道路、桥梁和其他项目。报告呼吁美国各级政府及民间部门扩大投资，到 2025 年将投资额从相当于国内生产总值(GDP)的 2.5%提高至 3.5%。

可以预料的是，未来四年水不会停，美联储的货币政策与财政部的财政政策将比预料的更加宽松。

#### 4.4 美元指数上行，打压金价走势

本周美指依旧在 92 下方盘整，给到了黄金一定支撑。国际上，黄金一直以美元计价。美元作为国际黄金市场上的标价货币，同时作为黄金资产的替代投资工具与黄金价格一般呈负相关关系。我们对于今年美元指数走势依旧持震荡偏弱的判断，这将会是推动金价再次走强的重要因素。

图 7 黄金价格与美元指数对比



数据来源：Wind 大陆期货

#### 4.5 全球量化宽松对长期黄金价格起到推动

美联储将基准利率定在 0-25bp 之后，在全球低利率与低收益率的大环境下，黄金成为了更好的投资工具，这是黄金长期走高的主要助推因素之一。接下来我们分析一下 08 年金融危机与此次危机金价与利率的走势关系。我们以今年 3 月 3 日美联储紧急降息 50 基点为观察点，与 08 年 10 月 8 日那次降息做比较。

- 1, 首先今年紧急降息与前一次降息 (2019.10) 隔了近 5 个月，这根横线代表了 5 个月时长而 08 年 10 月份那次紧急降息前同样与当年 4 月份常规降息相隔 5 个月左右，也就是降息的周期性很像。
- 2, 其次两者利率水平较为接近相差了 25bp，政策空间较为相似。
- 3, 从金价反应来看，同样在紧急降息后遭遇短期的大幅下跌。而在利率降至 0-0.25% 后黄金价格开始快速反弹。

从这两处对比来看，08 年金融危机后黄金开启了长达 3 年的大牛市，而此次黄金也是从低点快速反弹进入盘整上行阶段，对比 08 年，预计黄金在突破关键位置后也将开启再一次的上涨行情。

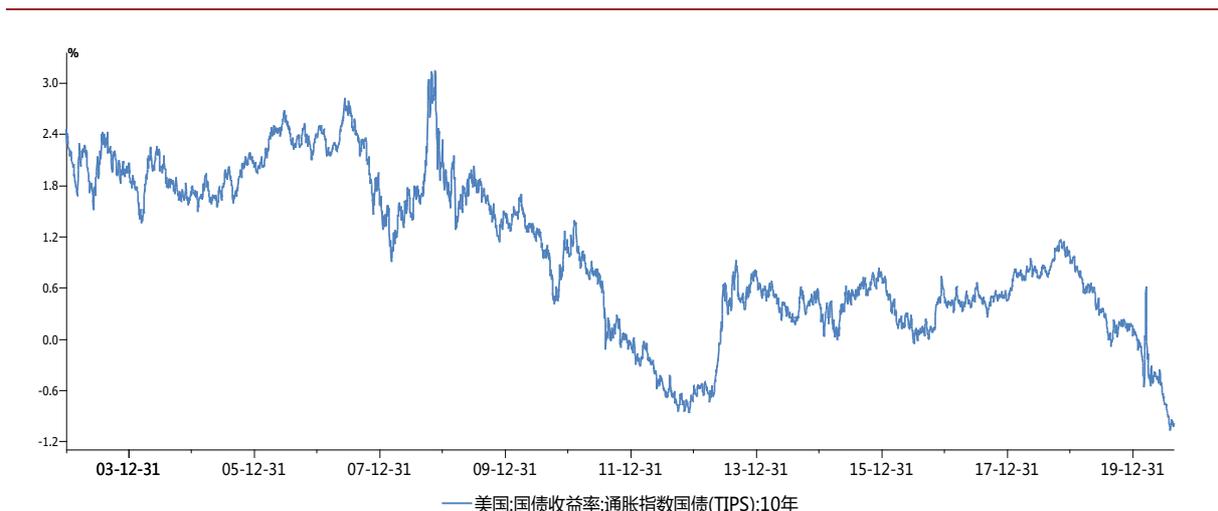
**图 8 美联储降息对黄金影响**



数据来源：Wind 大陆期货

在全球经济衰退的当下，黄金相对于纸币而言肯定会升值，黄金将会逐渐由其避险作用向投资作用转变。同时在全球维持低利率的大环境以及远期通胀抬头的影响下，黄金的投资价值越发凸显。

**图 9 通胀预期**



数据来源：Wind

数据来源：Wind 大陆期货

基于疫情期间经济停摆造成的需求快速下行，通缩的压力是中短期，时间取决于美国经济恢复的快慢，而基于各大央行超大规模流动性宽松和资产购买造成的货币供给宽松，通胀率反弹的预期是中长期的。因此无论通胀是低位震荡还是出现反弹，反弹的预期会持续存在，所以如果后市不发生深度通缩的话，通胀预期起来与否，只会影响黄金上涨的速率与节奏，并不影响其上涨的方向。如果通胀预期快速抬头，将会助推金价走向更高的一个位置。

#### 四、综合分析

从核心逻辑来看，目前影响金价最核心因素是美债收益率以及通胀预期。美联储主席鲍威尔周三表示，他对近期长期收益率的上涨并不担心，他的关注重点仍将放在金融状况是否仍然宽松上，这鼓励了投资者进一步推高收益率曲线。其次今年随着疫苗的持续接种以及新冠新增人数的边际回落，全球经济前景向好，也助推了美元的走强，因此美元与美债收益率的强势短期将会持续打压金价走势。

而通胀方面，我们注意到近期美联储主席鲍威尔接连发声，缓和市场对于通胀抬头的担忧，其次从数据上看，目前的通胀率仍然非常低，而且虽然通胀预期的各项指标最近有些回升，但依然是在最近的历史范围内。因此短期金价还将继续承压。

长期来看，目前来看美联储未来数年或将保持持续低利率，而美联储也表示眼下，在就业和通胀上，经济仍然远未达到目标，取得实质性的进一步进展将需要一些时间。美联储官员近期不厌其烦地一再向市场保证货币政策将在一段时间内维持不变，因市场对通胀的担忧与日俱增，尤其是拜登 1.9 万亿刺激案所带来的潜在通胀威胁，让投资者相当恐慌。不论是通胀预期的上涨还是美联储维持宽松货币政策的承诺，对金价都是利好。因此虽然短期通胀回升并不明显，美债收益率的上涨令金价承压，但是长期来看，通胀预期的抬头依旧是黄金上涨的核心因素，因此长期看多黄金。2021 年白银的表现将超过黄金。低利率、美元走弱和通胀压力上升将推动黄金和白银，这两种金属都被视为货币金属。不过，今年经济活动改善将为银价提供另一个支撑。

投资建议：预计短期金价维持震荡偏弱运行，伦金运行区间在 1680-1780 美元/盎司，沪金主力运行区间在 355-380 元/克。短期金价下方依旧存在空间，建议短空为主。中长期建议逢低做多。远月合约多单持续持有。

风险点：变异病毒消息，疫苗研发消息，美联储会议纪要，美债收益率走势

## 联系我们

### 大陆期货研究所

地址：上海市徐汇区凯旋路 3131 号明申中心大厦 26 楼

电话：021-54071958



微信：DLQH-YJS



微博：大陆期货研究所

## 免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。且报告并不能完全阐述出市场变动的所有影响因素，期货市场相关品种波动剧烈，存在较大的不确定性与投资风险，我们也无法就市场行情做出确定性判断，报告中的信息或提供的投资建议并不构成期货品种买卖的依据，由于该报告编写时融入分析师个人观点，并不代表上海大陆期货公司的立场，请谨慎参考。投资者必须认识到期货交易是一种高风险的经济活动，我公司不承担因根据本报告所进行的期货买卖操作而导致的任何形式的损失，一切买卖风险自负。

另外，本报告版权仅为上海大陆期货公司所有，未经我公司允许批准，本报告不得以任何形式传送、翻版、复印、刊登、发表或派发此报告的材料、内容予以其他任何人，或投入商业使用。如引用、刊发，须注明出处为上海大陆期货公司，且不得有悖本报告原意的引用、删节、修改。