



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

薛娜
投资咨询证号：
Z0011417

明日黄花

摘要

展望二季度，美国经济大概率恢复良好，美股或将在震荡后继续上涨，关注美国基建计划的推进、通胀走势、疫情的发展，预计市场风险情绪可能继续提升，对黄金的避险需求或将下降。但需关注美国的疫情是否有反复。另外中美预计将激烈竞争，可能对黄金有一定的利多，但对白银的利多有限。

黄金在一季度跌幅过大，基建计划的推进预计需要时间，二季度通胀预期较难持续走强，10 年期国债收益率也很难继续大幅走高，因此黄金的下跌动力并不强。但美国经济预计仍然是复苏的，美联储政策边际预计仍是收紧的，黄金的上涨动力也不强。因此预计二季度黄金或将维持宽幅震荡。

一季度白银震荡上涨后开始下跌，其中散户抱团炒白银时价格一度涨超去年高点，但随后即大幅下跌。有色金属春节前后的暴涨也未带动白银大涨，随后有色金属的回调却带动白银下跌。总体白银表现较弱。

展望二季度，白银的工业需求或将持续恢复，COMEX 白银库存或将继续下降，但对价格的提振作用有限。拜登将于 3 月 31 日公布基建计划，或将于下周短暂利多白银。预计基建计划推进可能较缓慢，后续白银市场利多因素不强，因此预计二季度白银或将震荡下跌。

风险提示：

- 1、若美国疫情再次爆发，则可能导致美联储推后加息的预期，对金银利多；
- 2、总体宏观情绪好转，商品普涨，可能提振黄金白银。

目录

第 1 章	黄金 ETF 持续减持 打击了金银价格.....	4
1.1.	四季度黄金实物需求恢复但 ETF 卖出打击金价	4
1.2.	一季度黄金大跌白银跌幅相对较小	4
第 2 章	二季度关注美国疫情、通胀等.....	7
2.1.	美国疫情显著好转但仍存隐忧.....	7
2.2.	美国部分数据 2 月受挫总体经济在好转	8
2.3.	通胀较难走强 美联储预计维持宽松.....	9
2.4.	中美竞争中合作 对金银影响或不大.....	11
第 3 章	中国经济或放缓 人民币有贬值压力.....	13
3.1.	国内黄金产量回升需求回暖价差回归.....	13
3.2.	国内经济或放缓 人民币存贬值压力.....	14
第 4 章	欧洲疫情仍是关键 预计对金银影响有限	16
第 5 章	二季度黄金或宽幅震荡 白银或偏空.....	16
免责声明	18

图表目录

表 1: 全球黄金供需平衡表 (吨)	4
表 2: 黄金白银 ETF 一季度持仓增减幅度及国际现货价格涨跌幅% (截至 3 月 24 日) 5	5
图 3: COMEX 黄金与国际现货黄金价差基本回归正常	5
图 4: 一季度 SPDR 黄金 ETF 持续大量减持	6
图 5: COMEX 白银库存近期在持续下降	6
图 6: 上海黄金交易所白银库存也在下降	6
图 7: 美国疫情控制较好, 欧洲有再次爆发的可能	7
表 8: 一季度美国金融市场表现 (资产以美元计价) (截至 3 月 24 日)	8
图 9: 美国 PMI 近期表现较好	8
图 10: 美国房地产活跃度超疫情前	9
图 11: 房地产市场指标 2 月普遍下降	9
表 12: 美联储 3 月 FOMC 会议预测	9
图 13: 美国通胀率仍处于低位	10
图 14: 美国就业市场持续改善	10
图 15: 美国 10 年期国债收益率近期持续上升, 已经达到疫情前水平	11
图 16: 2020 年国内黄金产量同比下降 4%	13
图 17: 中国印度黄金消费大幅回暖, 四季度国内黄金消费与去年同期持平	13
图 18: 国内外现货黄金价差基本回归正常	14
图 19: 国内外现货白银价差仍处于低位	14
表 20: 一季度中国市场监管 (截至 3 月 24 日)	15
图 21: 国内 PMI 年初显著回落	15
图 22: 一季度欧洲市场监管 (资产以欧元计价) (截至 3 月 24 日)	16

第1章 黄金 ETF 持续减持 打击了金银价格

去年四季度黄金实物消费逐步回暖，国内外黄金价差逐步回归正常。但是黄金 ETF 自去年四季度至今持续大量减持，导致了 ETF 大量的净卖出，对价格造成了极大的压力，是价格在四季度以及今年一季度下跌的主要因素之一。

海外白银的消费在今年一季度逐步回暖，COMEX 白银库存快速下降，但实物消费对价格的影响较小，市场投资情绪的下降导致白银价格在一季度显著下跌。

1.1. 四季度黄金实物需求恢复但 ETF 卖出打击金价

去年四季度黄金供应小幅下降 3%。需求端，金饰需求四季度明显恢复但仍然同比下降 14%，主要是受疫情的影响。金条金币需求四季度同比增加 10%，同时四季度央行购金需求也同比大幅下降 68%。

ETF 及类似产品净卖出 130 吨，是价格下跌的最主要因素。

表 1：全球黄金供需平衡表（吨）

	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	年同比 变化%
金矿产量	923.2	819.6	773.2	911.7	896.3	-3
生产商净套保	-33.7	34.7	-37.2	-22.9	-39.7	-
回收金	334.0	298.9	288.7	381.2	328.6	-2
总供应量	1,223.5	1,153.2	1,024.7	1,270.0	1,185.2	-3
金饰	563.9	331.9	197.2	311.7	486.4	-14
科技	83.3	73.0	67.8	77.2	84.0	1
加工量小计	647.2	404.9	265.1	388.9	570.4	-12
金条和金币需求量	245.3	250.3	154.2	222.9	268.7	10
黄金 ETFs 及类似产品	23.5	299.1	435.8	272.2	-130.0	-
各国央行和其他机构	140.7	120.1	114.5	-6.5	44.8	-68
黄金需求（制造基础）	1,056.7	1,074.5	969.5	877.4	753.9	-29
顺差/逆差	166.8	78.7	55.2	392.6	431.3	159
总需求	1,223.5	1,153.2	1,024.7	1,270.0	1,185.2	-3
LBMA 黄金价格 (美元/盎司)	1,481.0	1,582.8	1,711.1	1,908.6	1,874.2	27

资料来源：WGC 南华研究

1.2. 一季度黄金大跌白银跌幅相对较小

去年四季度黄金处于宽幅震荡状态，今年一季度 SPDR 黄金 ETF 持仓继续下降，并且降幅较去年四季度更大，COMEX 黄金库存也出现了下降，导致黄金在一季度大幅下跌

超过 8%。

白银 ETF 连续两个季度都在增加，但白银 ETF 对价格的影响力较小。COMEX 白银库存去年四季度在增加，但今年一季度随着海外经济的复苏库存下降了 6%，但对价格并未有明显的提振，主要因库存水平仍处于高位，另外前期白银的上涨已经计入了经济复苏需求回暖的预期。

但白银一季度仅下跌 5% 左右，比黄金跌幅要小，去年四季度涨幅也比黄金更大，主要也是得益于经济复苏需求回暖。

表 2：黄金白银 ETF 一季度持仓增减幅度及国际现货价格涨跌幅%（截至 3 月 24 日）

	最新值	一季度变动 (%)	去年四季度变动 (%)
SPDR 黄金持仓	1043.02	-10.91	-7.74
COMEX 黄金库存（盎司）	37324836.71	-2.18	3.40
伦敦黄金现货价格（美元/盎司）	1734.69	-8.62	0.66
COMEX 黄金价格（美元/盎司）	1735.90	-8.71	0.57
白银 ETF 持仓合计	28978.38	4.97	2.02
COMEX 白银库存（盎司）	372075772.97	-6.17	5.69
伦敦白银现货价格（美元/盎司）	25.09	-4.95	13.63
COMEX 白银价格（美元/盎司）	25.17	-5.13	13.65

资料来源：Bloomberg 南华研究

一季度 COMEX 黄金与国际黄金现货价差基本回归正常，当前基本没有超额的套利利润，主要因疫情好转美欧之间运输通畅。

图 3：COMEX 黄金与国际现货黄金价差基本回归正常



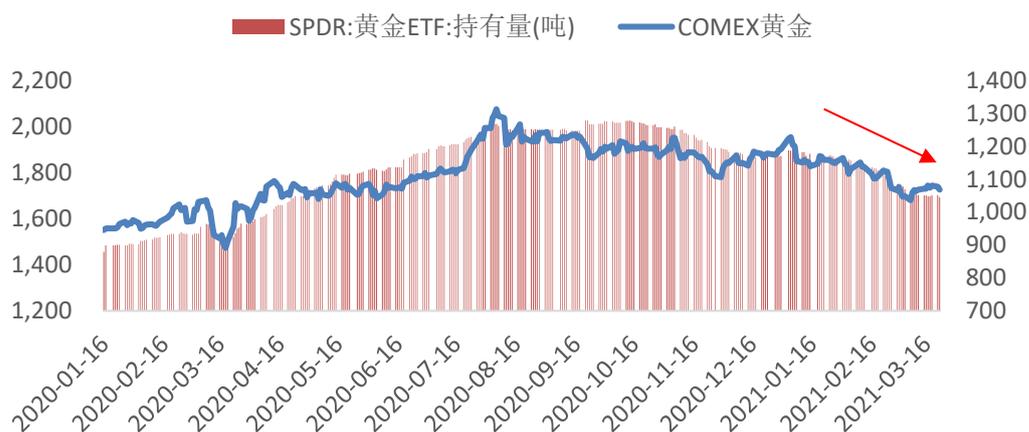
资料来源：Wind 南华研究

一季度 SPDR 黄金 ETF 持续大量减持，是黄金价格下跌的最主要因素。而机构减持黄金 ETF 主要是因为 1.9 万亿美元的第三轮救助计划预期将极大的提振美国经济，并可能导致通胀率上升以及美联储提前加息。

此外机构投资者在不断关注比特币并入市比特币，同时把比特币作为黄金的替代品来对抗通胀以及对冲央行的货币宽松政策，这也是机构投资者减持黄金 ETF 的原因之一。

近期 SPDR 黄金 ETF 减持的趋势并未终结，如果该趋势持续的话，则黄金的价格可能将保持空头趋势。

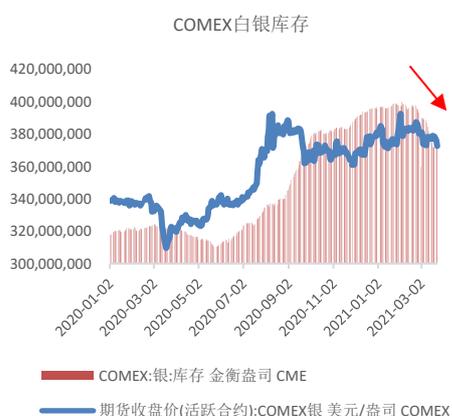
图 4：一季度 SPDR 黄金 ETF 持续大量减持



资料来源：Wind 南华研究

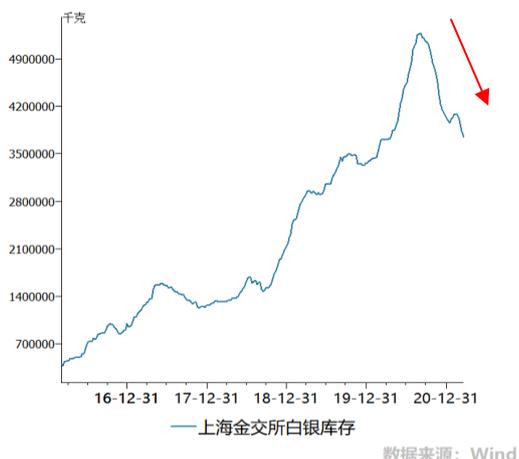
COMEX 白银库存去年下半年快速累积，今年一季度库存快速下降，国内金交所白银库存去年 9 月初见顶后持续回落，但都并未提振白银的价格，这也从侧面反应了白银的实物供需对价格的影响是非常小的。另外白银库存绝对值仍然处于非常高的位置，这应该也是对白银价格构成压力的原因之一。不过最近两个季度白银表现强于黄金，主要也是因为白银工业需求较好，库存在下降。

图 5：COMEX 白银库存近期在持续下降



资料来源：Wind 南华研究

图 6：上海黄金交易所白银库存也在下降



资料来源：Wind 南华研究

第2章 二季度关注美国疫情、通胀等

当前美国疫苗接种加速，疫情持续好转，经济整体在复苏，但房地产等市场受极寒天气影响 2 月数据普遍较差。美联储 3 月会议对经济更为乐观，但预计通胀只会轻微冲高回落，不影响加息步伐，仍普遍预测 23 年不会加息，美联储主席表态也偏宽松。1.9 万亿美元的第三轮救助计划已经落地，美国政府在计划更大规模的基建计划，并计划加税来提供资金支持。

二季度主要关注美国疫情的发展、经济的发展以及基建计划的推进。预计经济复苏良好，若通胀率超预期强劲，或者基建计划持续推进，则或将增加提前加息的预期，对金银或有一定的利空影响。若美国疫情再次反复，则对金银有较大的利多。

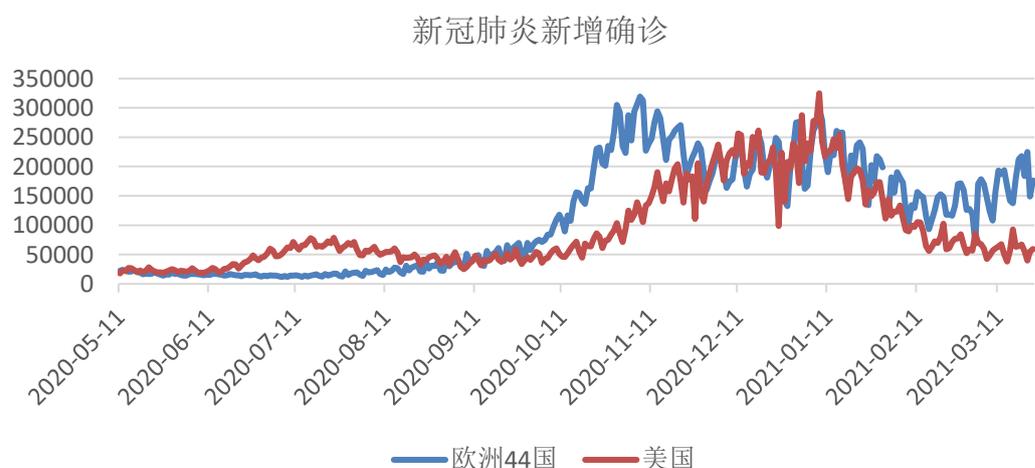
2.1. 美国疫情显著好转但仍存隐忧

近期美国疫情快速显著好转，主要得益于疫苗接种、口罩的推广、疫情的封锁措施等，目前保持的还是比较好的。截止到 3 月 24 日，根据 wind 的统计，美国疫苗接种量达到 1.3 亿剂，接种量全球第一，占人口比例约 37.8%。

当前欧洲很多国家疫情有再次爆发的迹象，主要是因为疫苗接种缓慢、病毒变异、过早放松防疫措施等。当前有一些国家重启了封锁措施，对市场产生了一定的影响。

目前市场的基本预期是随着疫苗的推广疫情将逐步好转，美联储可能提前加息利空金银。但是当前巴西变异病毒导致该国新增确诊屡创新高，未来美国的疫情是否能够彻底控制住仍然存在变数。若美国的疫情再次爆发导致重启封锁，经济再次受创的话，则可能导致美联储加码宽松政策、或者国会推出新一轮的救助计划等，这种情况对金银都是非常大的利多。

图 7：美国疫情控制较好，欧洲有再次爆发的可能



资料来源：Wind 南华研究

2.2. 美国部分数据 2 月受挫总体经济在好转

今年一季度美国疫情控制良好经济表现良好，美元指数上涨 2.95%，10 年期国债收益率大涨 70 个基点，主要因 1.9 万亿美元的第三轮救助计划预计将大幅提升经济复苏力度和通胀率，可能导致美联储提前加息。美股指数一季度多数上涨，但涨幅不及去年四季度，因四季度有刺激的预期，波动率下降，CRB 指数连续两个季度均大涨 12% 左右。

总体来看，股市去年四季度表现最好，一季度国债波动大，也表明避险情绪大幅下降，与黄金 ETF 持续减持价格持续下跌是一致的。美元指数上涨对金银也有一定的压力。

展望二季度，由于美国疫情较好刺激计划已经实施，预计经济表现良好，美元指数或继续强势，对金银有一定的压力。但 10 年期国债收益率短期涨幅过大，未来继续大涨概率不高，因此对黄金的利空短期出尽，这也是近期黄金超跌后反弹的主要原因之一。

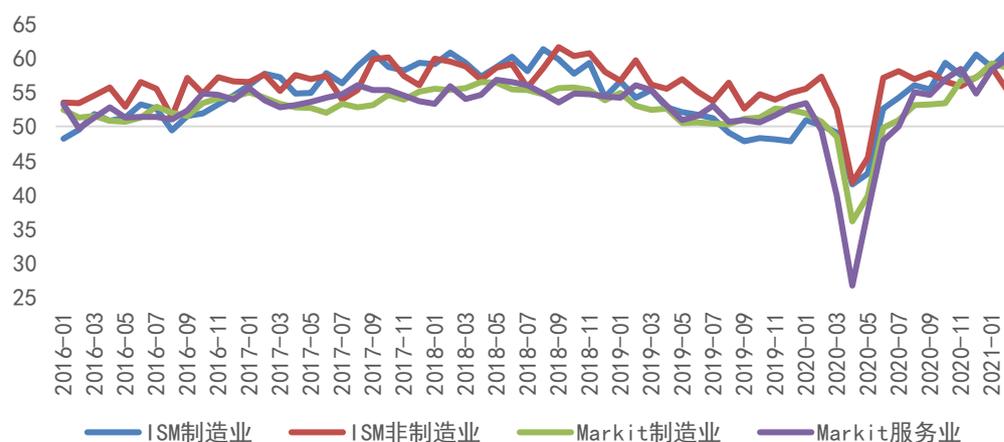
表 8：一季度美国金融市场表现（资产以美元计价）（截至 3 月 24 日）

	最新价	一季度涨跌幅 (%)	去年四季度涨跌幅 (%)
美元指数	92.58	2.95	-4.14
2 年期国债收益率	0.148	3	-1
10 年期国债收益率	1.6084	70	23
标准普尔指数	3889.14	3.54	11.69
道琼斯指数	32420.06	5.93	10.17
纳斯达克综合指数	12961.89	0.57	15.41
标普 500 金融行业指数	553.81	12.92	22.52
SP500 波动率指数	21.2	-6.81	-13.73
CRB 指数	187.9113	11.99	12.99

资料来源：Bloomberg 南华研究

美国 PMI 近期表现较好，反应了美国经济近期在持续复苏。

图 9：美国 PMI 近期表现较好

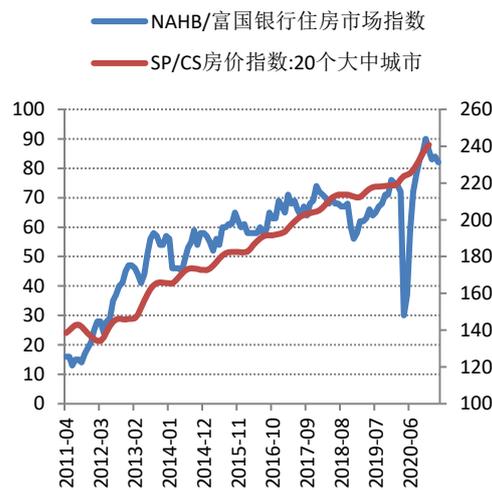


资料来源：Wind 南华研究

当前美国房地产市场活跃度已经超疫情前，但最近几个月活跃度有所下降，可能是受到国债收益率上升房贷利率有所上升的影响，另外据称受到原材料价格上涨的影响。

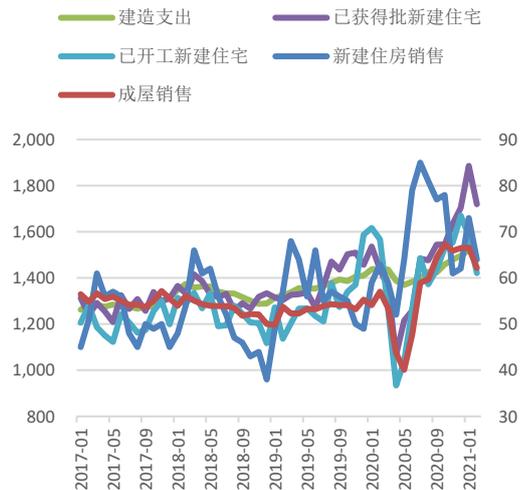
美国房地产市场的很多指标 2 月份出现下降，据称主要受极端寒冷天气的影响，另外房贷利率上升可能也对房地产市场有一定的利空影响。近期天气已经好转，疫情也在好转，1.9 万亿美元的救助计划已经落地，美债收益率也有所下降，预计未来房地产市场或将好转。其他还有一些 2 月数据不及预期，显示经济复苏并没有一帆风顺。

图 10：美国房地产活跃度超疫情前



资料来源：Wind 南华研究

图 11：房地产市场指标 2 月普遍下降



资料来源：Wind 南华研究

2.3. 通胀较难走强 美联储预计维持宽松

随着疫情的好转以及第三轮救助计划的落地，美联储当前对经济较 12 月更为乐观，通胀率预测也更高但认为是短期的，后续通胀率将回落。关于利率预测中位数未发生改变，但点阵图显示预测提前加息的官员有所增加，其中预测 2022 年加息的有 4 位，预测 2023 年加息的有 7 位（预测不加息的 11 位）。

表 12：美联储 3 月 FOMC 会议预测

变量	中位数			
	2021 年	2022 年	2023 年	更长时间
实际 GDP	6.5	3.3	2.2	1.8
12 月预测	4.2	3.2	2.4	1.8
失业率	4.5	3.9	3.5	4.0
12 月预测	5.0	4.2	3.7	4.1
PCE 通胀	2.4	2.0	2.1	2.0

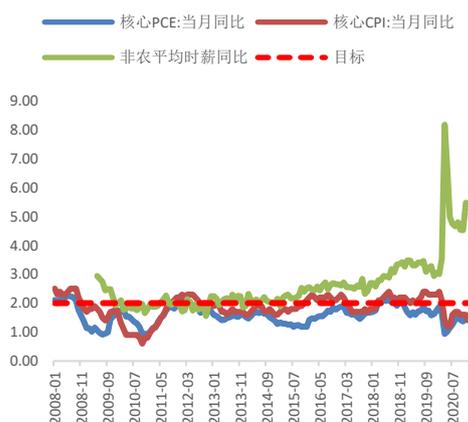
12 月预测	1.8	1.9	2.0	2.0
核心 PEC 通胀	2.2	2.0	2.1	
12 月预测	1.8	1.9	2.0	
备注：预计的适当策略路径				
联邦基金利率	0.1	0.1	0.1	2.5
12 月预测	0.1	0.1	0.1	2.5

资料来源:FED 南华研究

当前美国失业率持续改善、非农就业人数 2 月也较好，首次失业人数也有改善，收入同比增幅也较高。但通胀率当前仍维持在低位，距离 2% 的目标尚有空间。

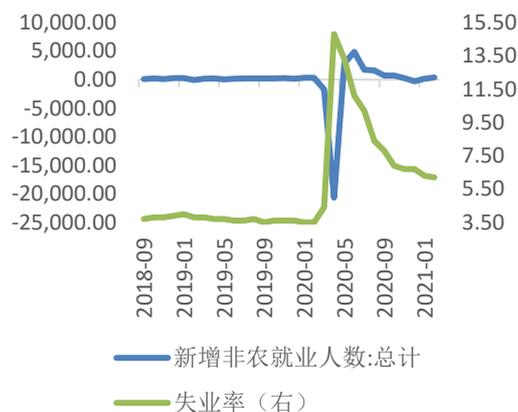
市场预期的通胀率在持续走高，美联储认为通胀率可能会冲高回落。我们预计美国通胀率较难持续走高，因当前大宗商品多数已经在高位，下半年很可能回落，PPI 当前走势强于 CPI，若 PPI 都回落的话，那么 CPI 以及核心 PCE 同比等通胀率指标很难持续走强。若通胀高涨被证伪，则美联储加息预期或延后，对金银短期或有利多，但预计难以改变金银的趋势。

图 13：美国通胀率仍处于低位



资料来源: Wind 南华研究

图 14：美国就业市场持续改善



资料来源: Wind 南华研究

虽然美联储主席鲍威尔一再强调，只有当看到充分就业和通货膨胀目标进一步取得实质性进展时，才会开始逐渐缩减资产购买规模，美联储尚未开始讨论何时启动缩减。但是市场利率持续走高，10 年期美国国债收益率近期最高已经升破 1.7%，达到了疫情前的水平。主要因市场预测随着疫情好转以及救助计划落地，美国经济或将强劲复苏。另外市场担忧通胀率可能持续走高，将迫使美联储不得不提前加息，从而对经济造成很大的利空影响。类似于土耳其当前迫于通胀压力加息或者 80 年代初美国大幅加息遏制通胀的情况。这就是市场对于长期国债收益率大幅走高的关注和担忧。

回顾历史，10 年期国债收益率在 09 年的时候也一度升的很高，达到危机前的水平，但实际上美联储是在 15 年底才首次加息。因此 10 年期国债收益率的走高只是市场乐观

的结果以及对通胀的担忧，并不代表美联储的货币政策。

国债的走势表明当前市场对于疫情以及经济也是十分乐观的，但实际上疫情仍存在较大不确定性，同时美国在经济在救助计划刺激过后，可能也缺乏持续的增长动力。美联储加息的道路可能还是很漫长的。

不过拜登政府正在规划大规模的基础设施建设，若能够获得国会的通过，则也将刺激经济再度走强，这种情况可能会导致美联储更快加息，对金银反而是利空。目前有分析认为，拜登政府大概率需要启用“调和程序”，即仅凭借一党之力以简单多数票在国会通过基建计划，但从历史经验来看，每个财年最多使用一次调和程序，因此最早需要等到 21 年 10 月开始投票程序。但也有媒体报道立法可能到 8 月结束。因此二季度需要关注基建计划的进展。

图 15：美国 10 年期国债收益率近期持续上升，已经达到疫情前水平



资料来源：Wind 南华研究

2.4. 中美竞争中合作 对金银影响或不大

中美 3 月 18-19 日阿拉斯加高层战略对话开局不顺，但结果好于预期。之后美国展现了联合其他国家共同遏制中国的思路，中国也采取了对等的制裁。

我们认为中美之间的激烈竞争将长期存在，但拜登政府在有共识的领域应该会采取合作的姿态。与特朗普政府不同，拜登政府的政策具有可预测性，或者说是 在现有世界秩序的框架下采取的一些行动，不至于破坏现有的秩序，即拜登所说中美双方不应寻求对抗。虽然对中国来说，当前可能面临比特朗普时代更艰难的外部环境，对股市尤其是 A 股影响可能较大，但对美股、其他金融市场预计影响较小。

本届美国政府与特朗普时代不同，基本是专家治理，美国对中国的政策影响到美国自身，导致美联储需要降息救市的概率相对较小。因此中美竞争对金银的利多非常有限，可能偶尔的冲突会短期利多金银，但应该不具有持续性。另外可能对黄金利多相对多一些，对白银的利多影响或将更小。

拜登政府对美国经济发展有自己的规划，不管是救助计划还是基建计划，都不是仅仅依赖美联储的宽松政策，这些计划都是提振经济的比较好的途径。同时美联储也保持宽松的态度，因此预计未来两年美国经济或将表现良好，美元指数可能会趋势上涨，利空金银。

总结

近期市场对美国经济的预期可能过于乐观，10 年期国债收益率涨幅过大，黄金下跌的时间和空间也过大，第三轮救助计划通过后，黄金的利空短期出尽，近期反弹后震荡。

拜登将于 3 月 31 日公布基建计划，预计短期将对金银有所提振。未来二季度主要关注救助计划对经济的实际刺激效果，以及基建计划的推进，同时需要关注通胀率的走势。

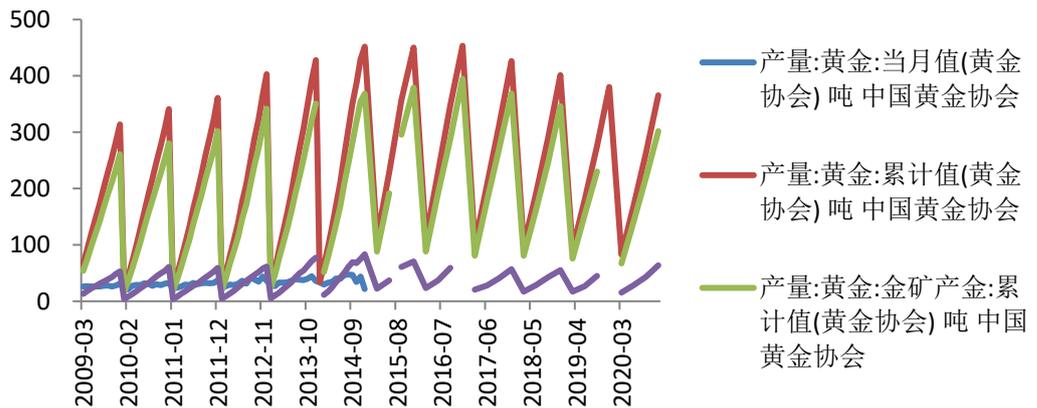
预计美国经济将持续复苏，美股或将在震荡后继续上涨，但白银在基建计划的短暂利多之后后续利多因素不足，可能震荡下跌。黄金在一季度跌幅过大，基建计划的推进预计需要时间，二季度通胀预期较难持续走强，10 年期国债收益率也很难继续大幅走高，因此黄金的下跌动力并不强。但美国经济预计仍然是复苏的，美联储政策边际预计仍是收紧的，黄金的上涨动力也不强。因此预计二季度黄金或将维持宽幅震荡。

第3章 中国经济或放缓 人民币有贬值压力

3.1. 国内黄金产量回升需求回暖价差回归

2020 年国内黄金产量在一季度受到疫情的影响，但随后逐步恢复，全年产量仅下降 4%。

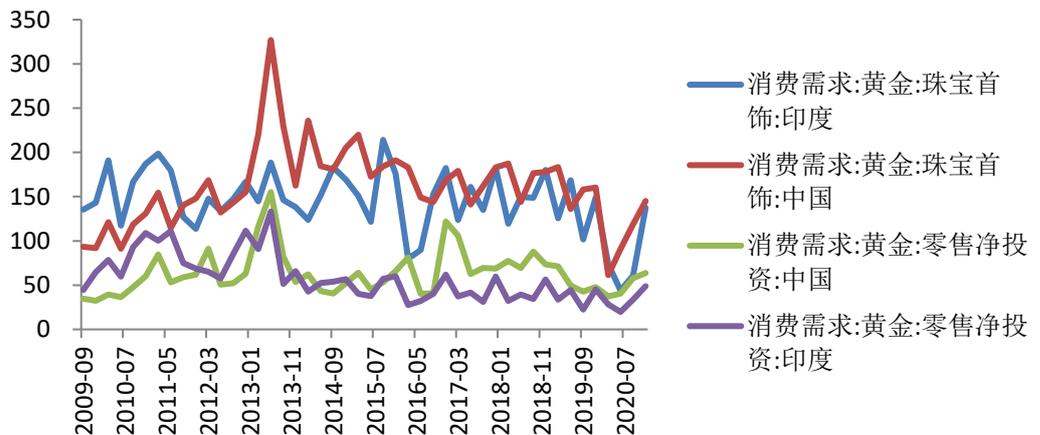
图 16：2020 年国内黄金产量同比下降 4%



资料来源：Wind 南华研究

国内黄金消费一季度也受到疫情的影响，但随后逐步恢复，四季度消费与去年同期基本持平。而印度的黄金消费也有所回暖。与前面第一张的供需平衡表中金饰、金条金币需求回暖是一致的。

图 17：中国印度黄金消费大幅回暖，四季度国内黄金消费与去年同期持平



资料来源：Wind 南华研究

国内黄金消费的回暖也令内外盘价差回归至疫情前的正常水平，即国内金价高于外

盘，进口窗口打开，也表明当前国内黄金实物消费需要依赖进口。

图 18：国内外现货黄金价差基本回归正常



资料来源：Wind 南华研究

不过当前国内白银价格仍显著低于外盘，因国内白银主要是工业需求，而外盘价格较高主要是投资需求驱动，国内价格较难跟涨。未来若白银价格大跌，则价差可能回归至正常水平。

图 19：国内外现货白银价差仍处于低位



资料来源：Wind 南华研究

3.2. 国内经济或放缓 人民币存贬值压力

国内金银去年四季度出现分化，今年一季度大跌。人民币兑美元去年四季度大幅升值，因中国疫情控制相对其他国家非常好并且出口增加。今年一季度人民币兑美元维持

震荡，因美国经济复苏良好美元指数走强，而中国经济有所放缓。

去年四季度 A 股股指普遍大涨，因经济表现强劲，今年一季度股指有所下跌，主要因经济预期放缓。10 年期国债收益率波动不大。

表 20：一季度中国市场监管（截至 3 月 24 日）

	最新价	一季度涨跌幅 (%)	去年四季度涨跌幅 (%)
沪金活跃合约	366.24	-7.28	-2.74
沪银活跃合约	5237	-6.25	10.05
美元兑人民币	6.5246	-0.04	-3.88
沪深 300 指数	4928.69	-5.42	13.60
上证 50 指数	3466.042	-4.80	12.63
中证 500 指数	6142.544	-3.53	2.82
10 年期国债收益率	3.19	5	1

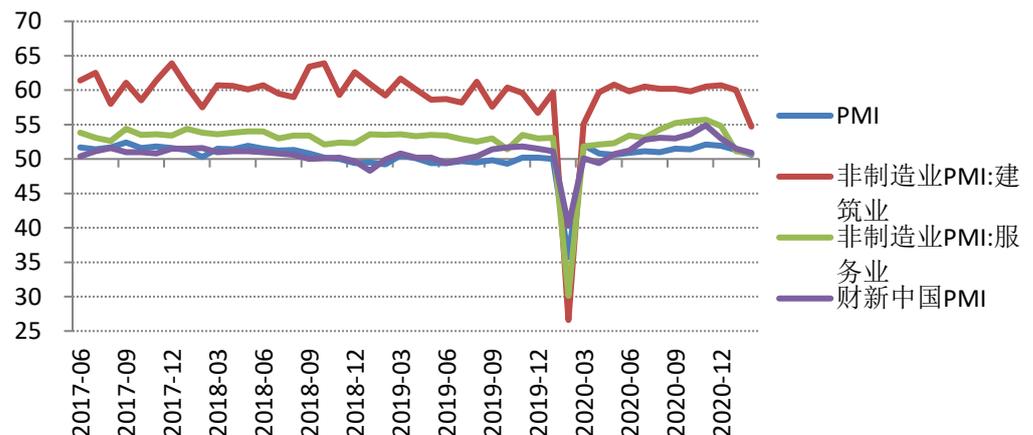
资料来源：Wind Bloomberg 南华研究

国内 PMI 在 2 月份显著回落，主要受就地过年、疫情防控较严等的影响。此外去年四季度国内 PMI 高涨，部分是因为海外疫情严重一些商品的生产转移至国内，而当前海外疫情好转生产在逐步恢复，美国和欧洲制造业 PMI 持续走强，中国的出口未来可能会出现下滑，这也将对国内的 PMI 产生不利影响。

国内货币政策今年“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”，但边际上仍是在收紧的。当前的宏观环境有点类似于 2019 年下半年，政策在略微收紧，经济可能会略微放缓。A 股股指二季度预计维持宽幅震荡，较难趋势走强。中美摩擦若加剧，则可能对 A 股施加压力。

由于美国经济复苏良好，国内可能略微放缓，中美摩擦可能加剧，因此美元指数或将持续升值，人民币存在一定的贬值压力，对国内金银有一定的利多影响。

图 21：国内 PMI 年初显著回落



资料来源：Wind 南华研究

第4章 欧洲疫情仍是关键 预计对金银影响有限

去年四季度欧股普遍大涨，因疫情在好转以及政策宽松，欧元也大幅升值。今年一季度欧股上涨趋缓，但也是普涨，欧元兑美元贬值 3.3%，因美国疫情控制更好经济复苏更强。去年四季度欧洲 10 年期国债收益率普遍下跌，但今年一季度普遍上涨，表明市场情绪的转变。

但近期欧洲疫情有再次增加的趋势，部分国家重启封锁措施，对市场有一定的打击。二季度继续关注欧洲疫情的发展，预计对欧洲市场影响较大。不过除非美国疫情再次爆发，导致美国有再次宽松的预期，不然对金银的利多预计将十分有限。

图 22：一季度欧洲市场监测（资产以欧元计价）（截至 3 月 24 日）

	最新价	一季度涨跌幅%	去年四季度涨跌幅%
欧洲股市			
欧盟斯托克 50 价格指数	3832.55	7.88	11.24
德国 DAX30 指数	14610.39	6.50	7.51
法国 CAC40 指数	5947.29	7.13	15.57
意大利富时 MIB 指数	8443.7	4.58	20.21
西班牙 IBEX35 指数	24208.66	8.89	16.92
英国富时 100 指数 (GBP)	6712.89	3.91	10.13
10 年期国债收益率 (基点)			
德国	-0.353	22	-5
法国	-0.109	23	-10
意大利	0.591	5	-32
西班牙	0.275	23	-20
希腊	0.858	23	-40
英国	0.7558	56	-4
汇率			
欧元兑美元	1.1813	-3.30	4.21

资料来源：Bloomberg 南华研究

第5章 二季度黄金或宽幅震荡 白银或偏空

2021 年一季度黄金短暂冲高后大幅持续回落，直到 1.9 万亿美元的第三轮救助计划基本落地，黄金在持续下跌后有所反弹。同时 SPDR 黄金 ETF 一季度以持续减持为主。美联储也表达了若经济复苏良好的话，可能逐步缩减 QE 甚至加息。

展望二季度，美国经济大概率恢复良好，美股或将在震荡后继续上涨，关注美国基建计划的推进、通胀走势、疫情的发展，预计市场风险情绪可能继续提升，对黄金的避险需求或将下降。但需关注美国的疫情是否会有反复。另外中美预计将激烈竞争，可能对黄金有一定的利多，但对白银的利多有限。

黄金在一季度跌幅过大，基建计划的推进预计需要时间，二季度通胀预期较难持续

走强，10 年期国债收益率也很难继续大幅走高，因此黄金的下跌动力并不强。但美国经济预计仍然是复苏的，美联储政策边际预计仍是收紧的，黄金的上涨动力也不强。因此预计二季度黄金或将维持宽幅震荡。

一季度白银震荡上涨后开始下跌，其中散户抱团炒白银时价格一度涨超去年高点，但随后即大幅下跌。有色金属春节前后的暴涨也未带动白银大涨，随后有色金属的回调却带动白银下跌。总体白银表现较弱。

展望二季度，白银的工业需求或将持续恢复，COMEX 白银库存或将继续下降，但对价格的提振作用有限。拜登将于 3 月 31 日公布基建计划，或将于下周短暂利多白银。预计基建计划推进可能较缓慢，后续白银市场利多因素不强，因此预计二季度白银或将震荡下跌。

风险提示：

- 1、若美国疫情再次爆发，则可能导致美联储推后加息甚至加码宽松的预期，对金银利多；
- 2、总体宏观情绪好转，商品普涨，可能提振黄金白银。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点