欧美经济复苏预期向好，利率上行贵金属承压回落

TO DISCOVER VALUE
TO CREATE VALUE TO SHARE VALUE

宏观经济、贵金属月报

2021.03.04

Maike 迈科期货

@2019 Maike Futures



经济数据解读

中美欧经济数据对比

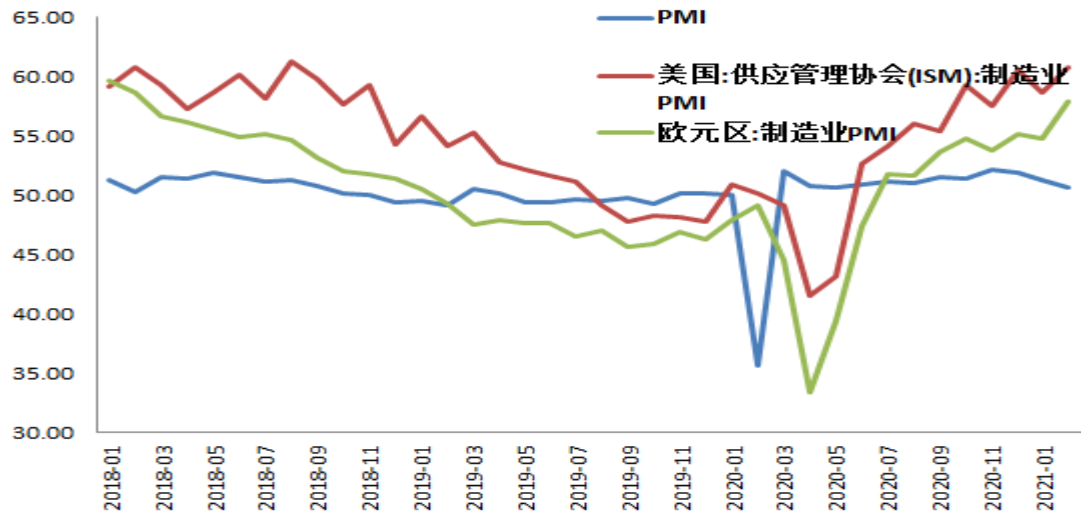
Maike 迈科期货

欧美经济复苏预期，带动商品价格偏暖运行

- **疫情：**疫情持续好转以及疫苗稳步推进，带动2月中下旬欧美经济复苏预期走强，是商品价格阶段性走高的重要推动力。
- **美联储货币政策：**疫情好转、原油价格攀升推动通胀预期走高，带动美债利率持续攀升。尽管2月中下旬以来美联储不断稳定货币政策预期，但关于美联储缩减资产购买规模甚至加息的预期并未显著减弱。
- **美联储财政政策：**美国新一轮1.9万亿财政刺激计划稳步推进，有望在3月中下旬获得通过，在疫情好转背景下，有望带动美国消费支出进一步攀升，推动美国经济在二季度稳定复苏。
- **欧美经济表现：**更大规模的财政刺激计划以及稳定的货币政策，有望推动欧美经济在2021年二季度延续复苏格局，受此影响，美债利率趋向上行，美元止跌企稳。
- **总体而言，**预计3月份欧美经济延续2月中旬以来复的方向，但会存在力度偏强或者偏弱的问题。进入3月份，对商品价格而言，原油价格上行动力有所减弱，但经济复苏预期仍在，短期乐观情绪稍有消退，等待经济数据实际走高以及通胀表现实际回升。

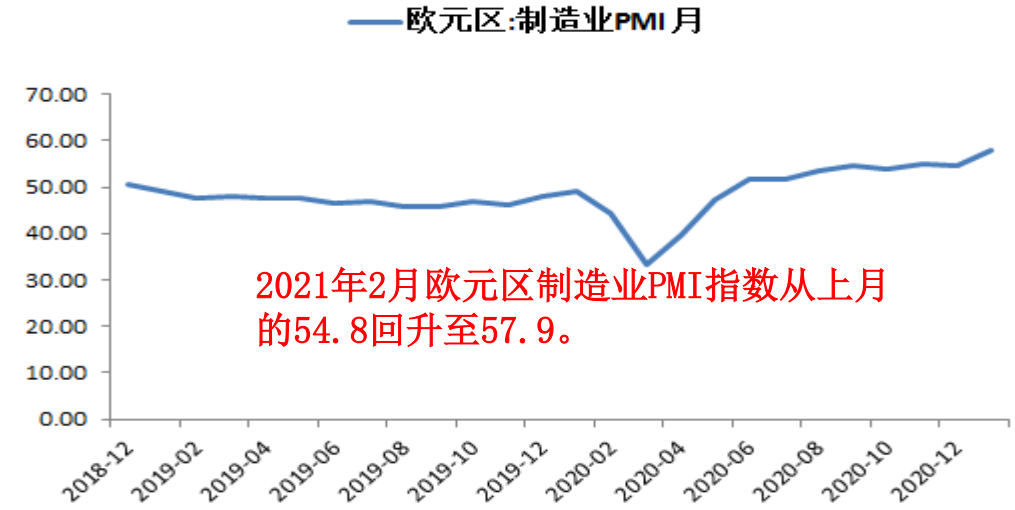
Maike 迈科期货

制造业PMI指数：欧美走强，中国2月回落



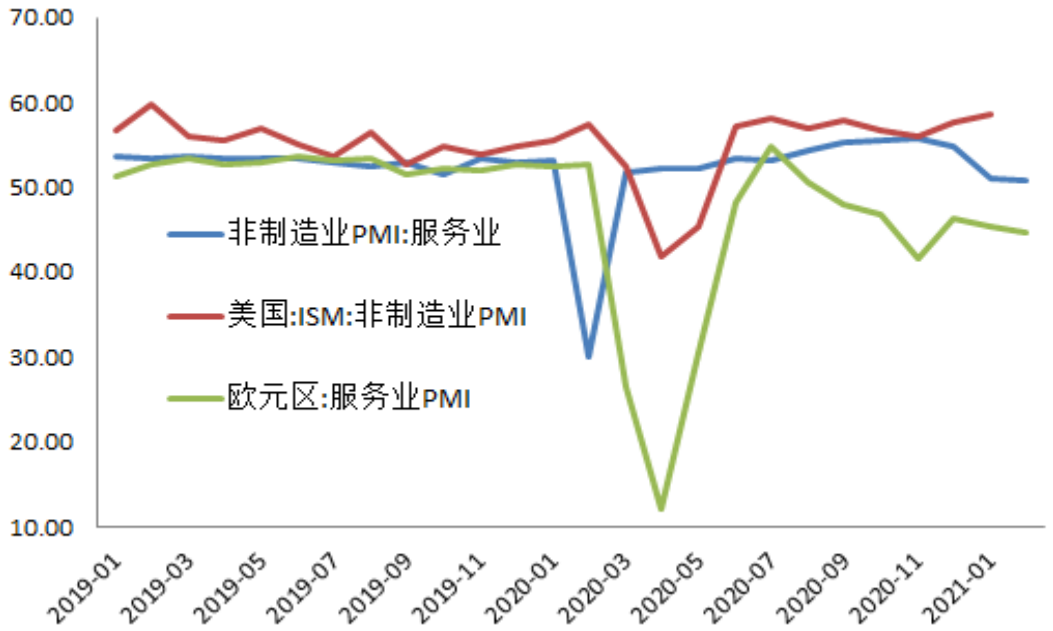






Maike 迈科期货

中美欧服务业PMI指数：中欧走弱，美国大致保持平稳

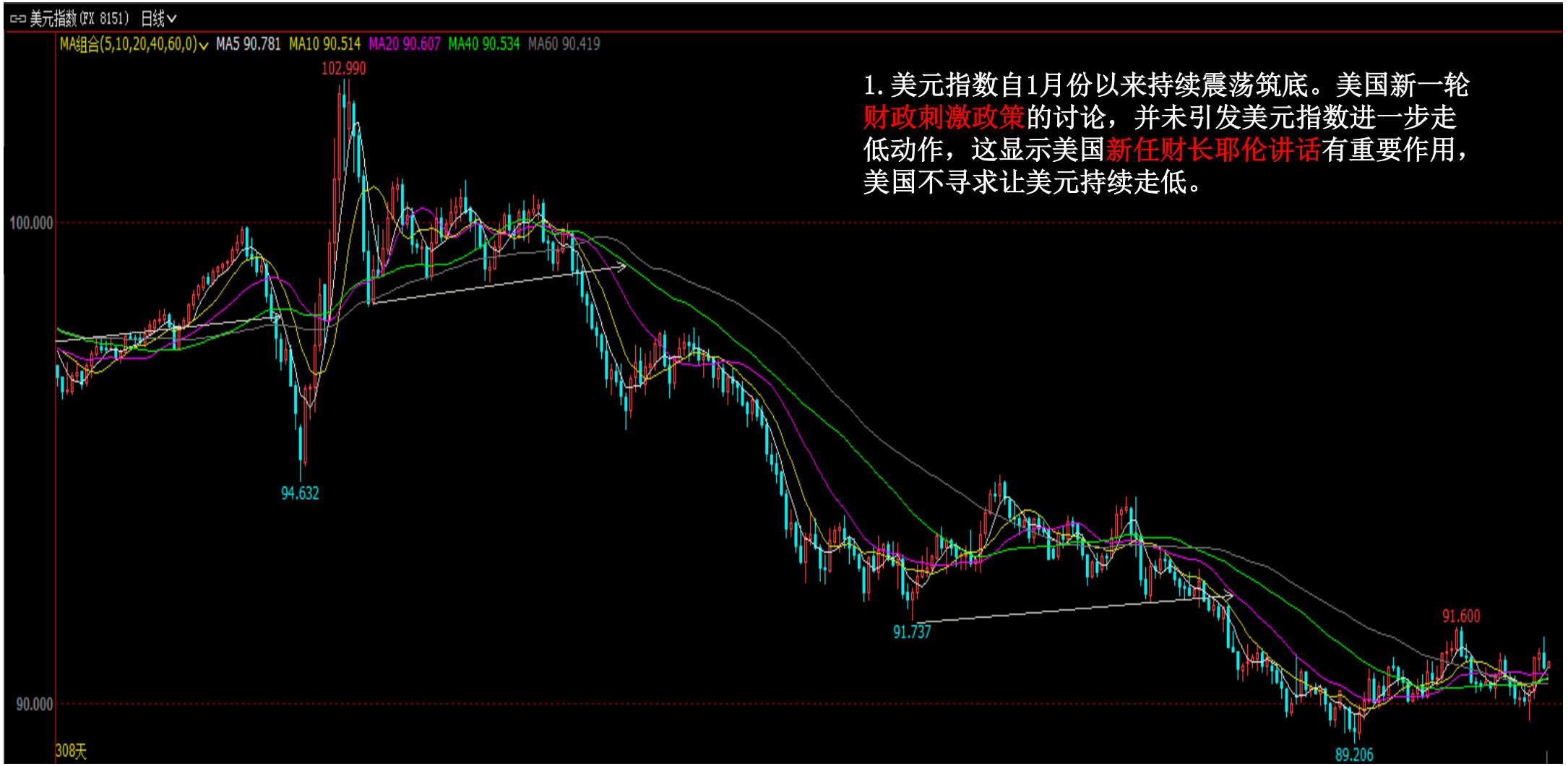


1.2020年2月，欧元区服务业表现最为疲软，当月值44.7，远离枯荣水平线。预计随着疫情管控逐步放松，欧美服务业PMI指数也将逐步回升。

2.中国2月PMI指数虽有春节停工因素，但是制造业以及服务业指数已经连续两月下滑，显示短期经济或有下行压力。但是随后的3月份到4月份为传统旺季，制造业PMI指数通常会出现回升。

Maike 迈科期货

汇率：美元指数短线企稳回升



1. 美元指数自1月份以来持续震荡筑底。美国新一轮财政刺激政策的讨论，并未引发美元指数进一步走低动作，这显示美国新任财长耶伦讲话有重要作用，美国不寻求让美元持续走低。

Maike 迈科期货

利率：利率走高，中美利差收窄，美国期限利差扩大，人民币汇率大幅升值不再



2021年2月份，中美10年期国债收益率之差从2.1%回落至1.8%，相较1月份从2.2%回落至2.1%，回落速度明显加快。美国利率水平走高是主要因素。



2021年人民币兑美元汇率维持在6.46附近，中美利率逐步收窄，人民币升值压力减弱。

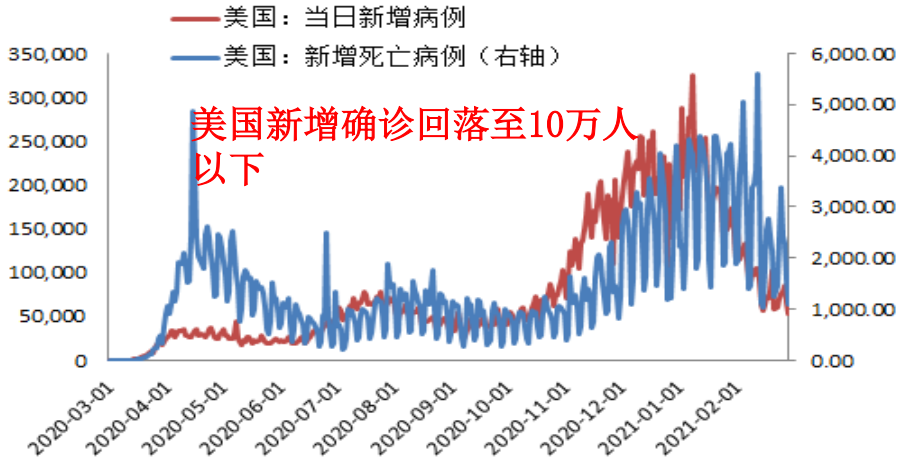


美国10年期和2年期国债收益率之差从月初1.0%回升至2月底1.3%，期间因为10年期利率突破1.5%，利差曾达到1.37%。

美国长端国债利率趋向上行，短端国债利率因为货币政策持稳大致保持稳定。美国2年期国债利率曾在2月25日回升至0.17%，此后再度回落至0.13%。

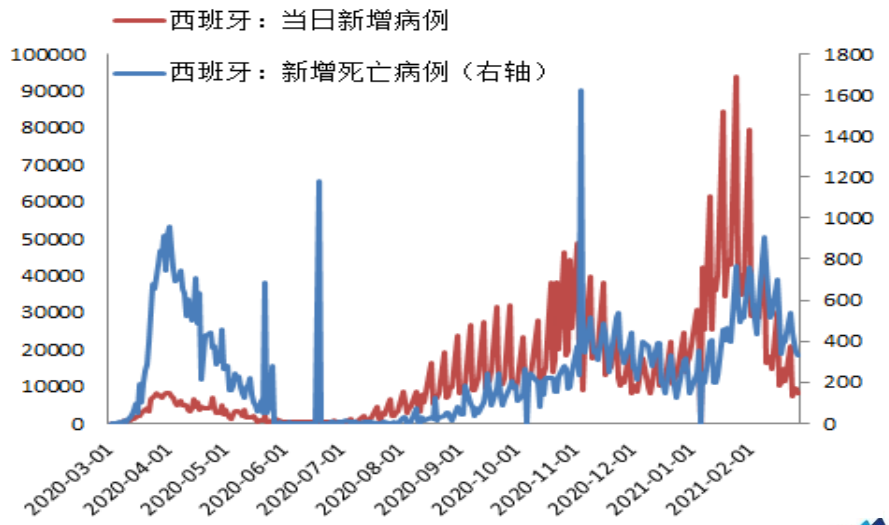
Maike 迈科期货

疫情发展：美国日度新增死亡人数逐步回落









Maike 迈科期货



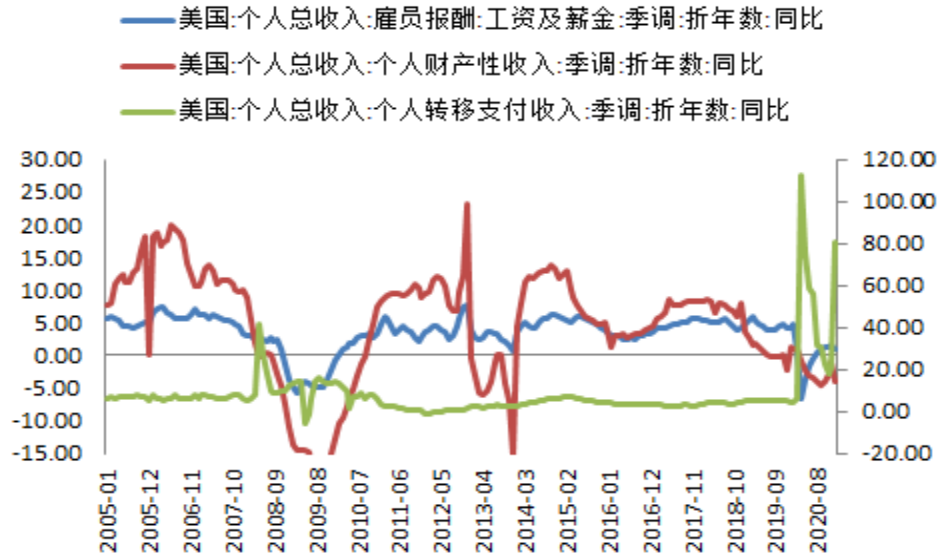
经济数据解读

美国经济未来看点：消费、通胀

Maike 迈科期货

美国消费市场有望再度出现脉冲式上涨



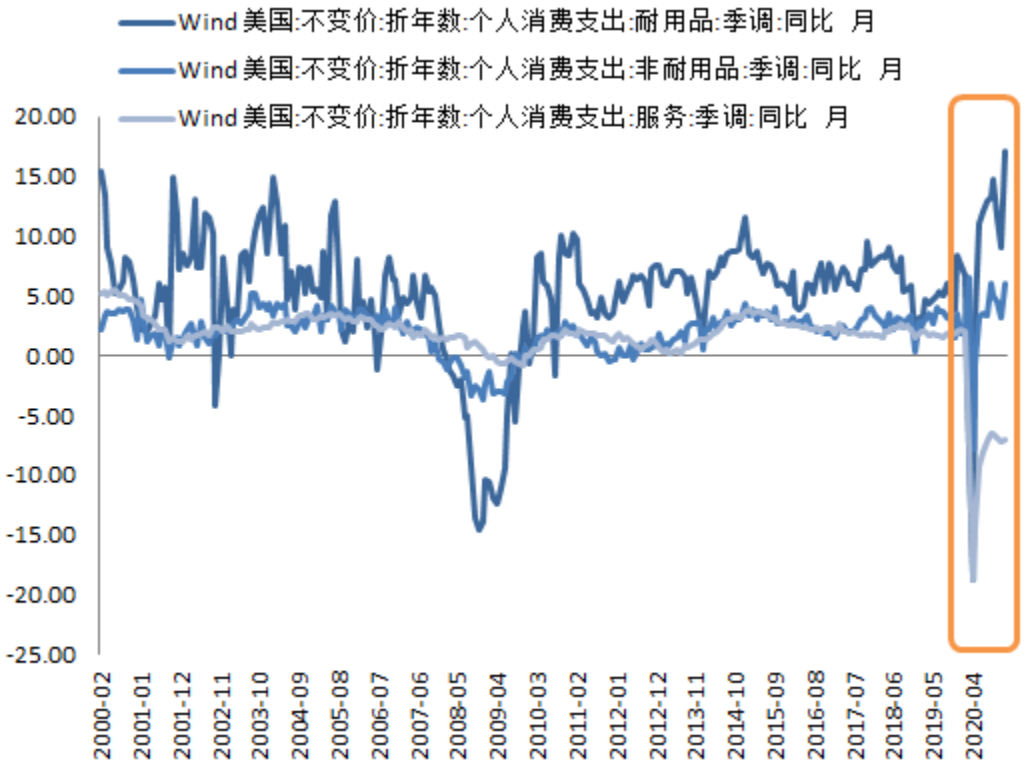


1.因为政府对个人的转移支付，即现金补助和失业补助，美国个人收入增速在2020年4月，2021年1月出现脉冲式上涨。随着美国新一轮财政刺激有望在3月份获得通过，预计二季度美国个人收入增速再度出现脉冲式增长过程。

2.美国个人总支出增速从2020年4月份以来持续回升，截止2021年1月仍负增长1.0%。

Maike 迈科期货

美国个人消费支出有望逐步回升

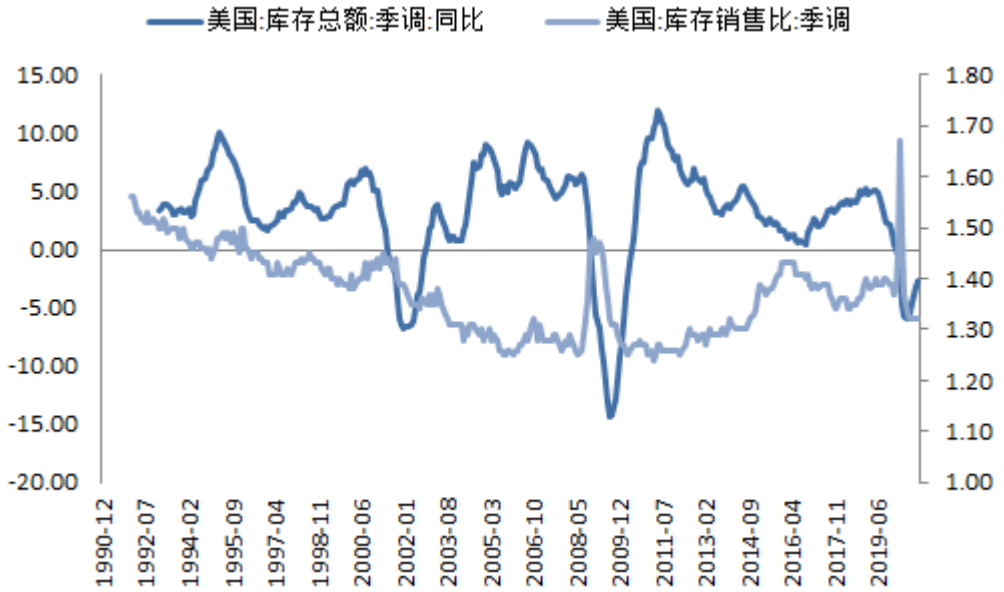


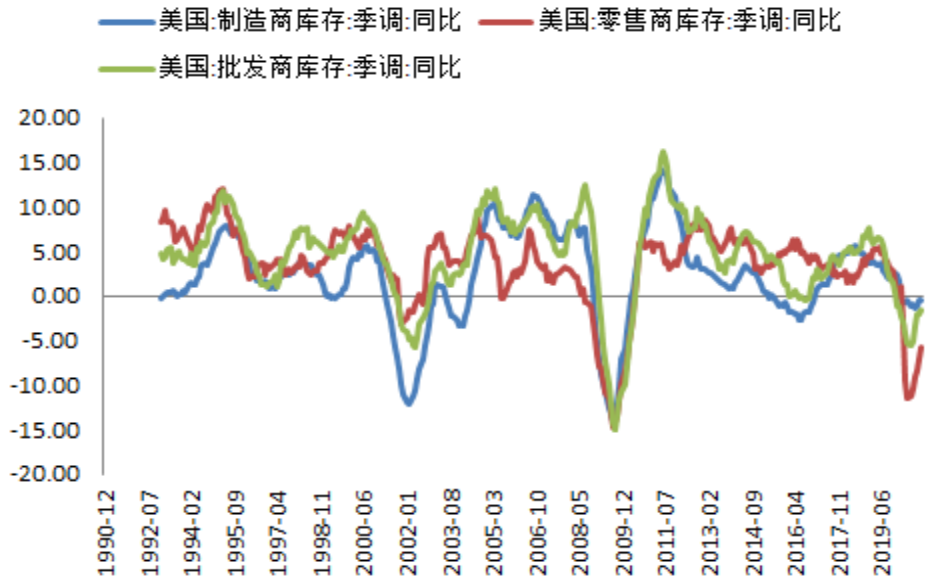
疫情后受影响的主要是服务业消费支出，耐用品消费支出甚至超过2010年增速，非耐用品消费支出也回升至正值。

服务业消费支出占总消费支出的70%左右。随着疫情好转以及个人收入水平仍位于高位，服务业逐步恢复，预计将带动整体消费支出增速逐步回升。

Maike 迈科期货

美国库存水平缓慢回升，库销比仍在低位



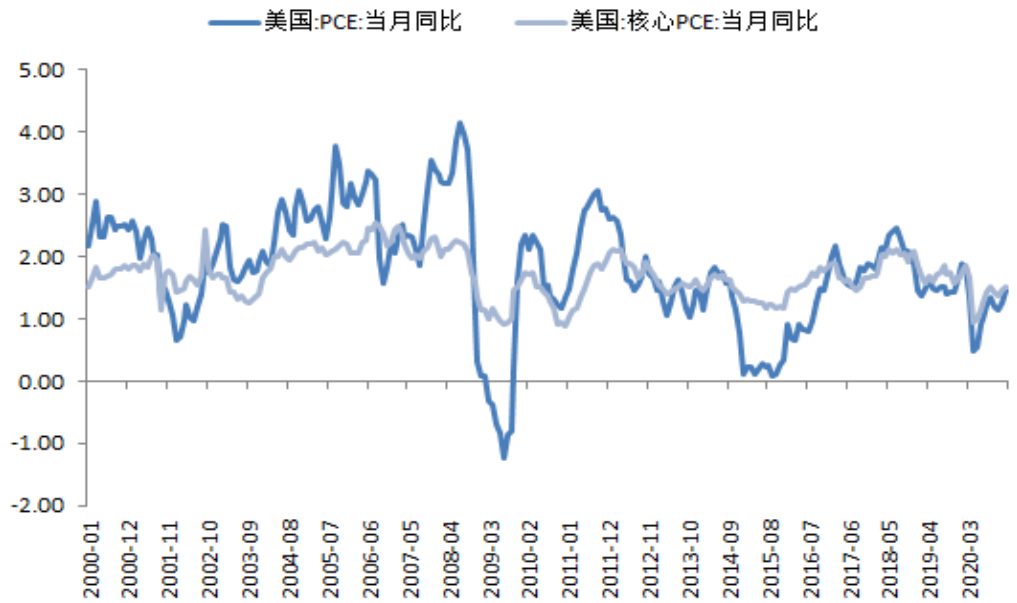


1.美国整体库存水平以及库存销售比仍然位于低位，如果后期进行补库，有望带动需求回升，以及经济增速回升。

2.相较2008年金融危机期间，此次库存下降幅度偏弱，库存下降主要集中在零售商和批发商，制造业下降幅度较小。

Maike 迈科期货

美国个人消费支出物价指数仍在低位，但预期已经位于高位水平

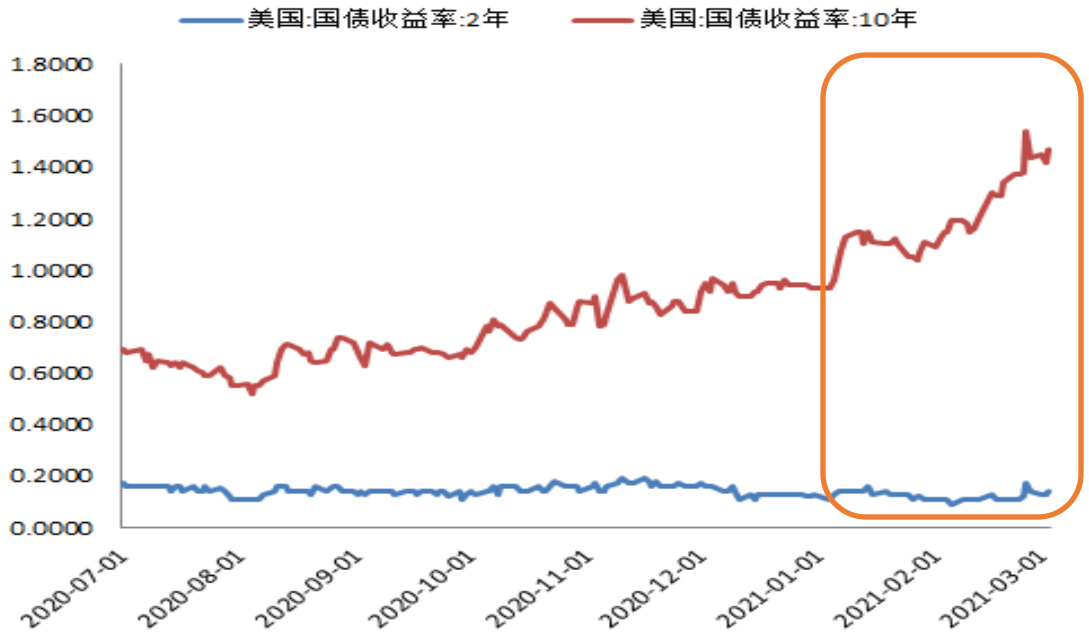


1.2021年1月美国PCE以及核心PCE均上行至1.5%，但美国国债利率包含的通胀预期已经上行至2.1%。现阶段预期和现实存在较大差异。

2.预计二季度美国通胀水平将创下年内高点，原因是：2020年同期基数低、消费增速逐步回升。实际通胀回升将继续推升通胀预期向上。

Maike 迈科期货

美国国债利率水平逐步上行

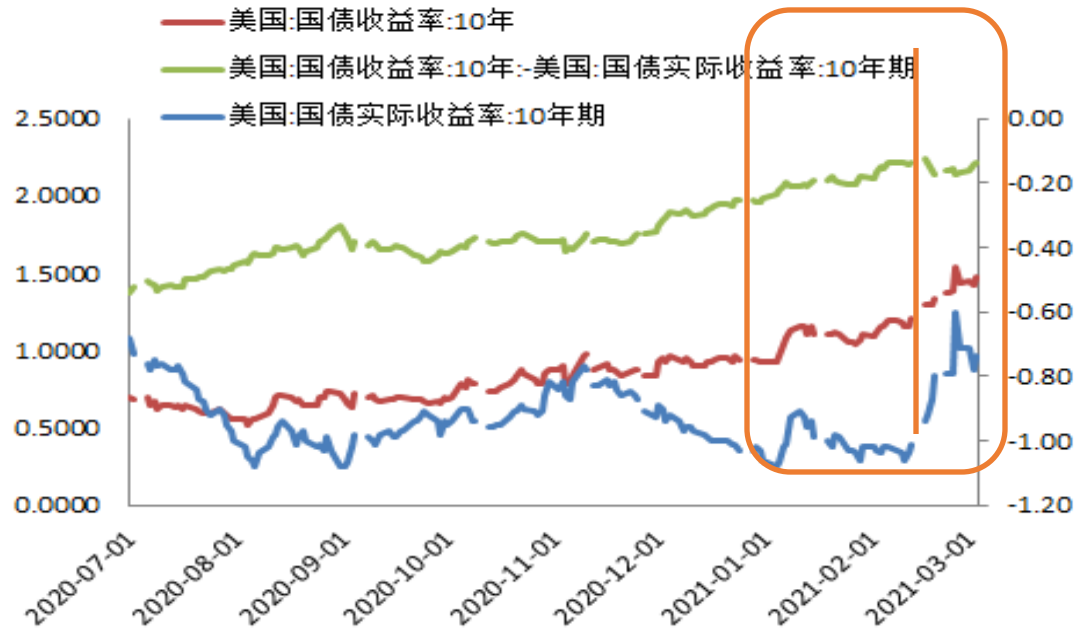


1.2021年2月份以来美国10 年期国债利率加速上行，2年期国债利率基本保持稳定。因为长端利率反应经济情况，短端利率更多反映货币政策预期。

2.美国10年期国债利率上行到什么幅度是较为合适的？1.5%-2%左右。利率上行将对股市、商品价格形成显著不利影响。股市表现较为明显，商品则更多受到经济复苏预期下的商品供需影响。

Maike 迈科期货

美国国债包含的通胀预期和实际利率表现

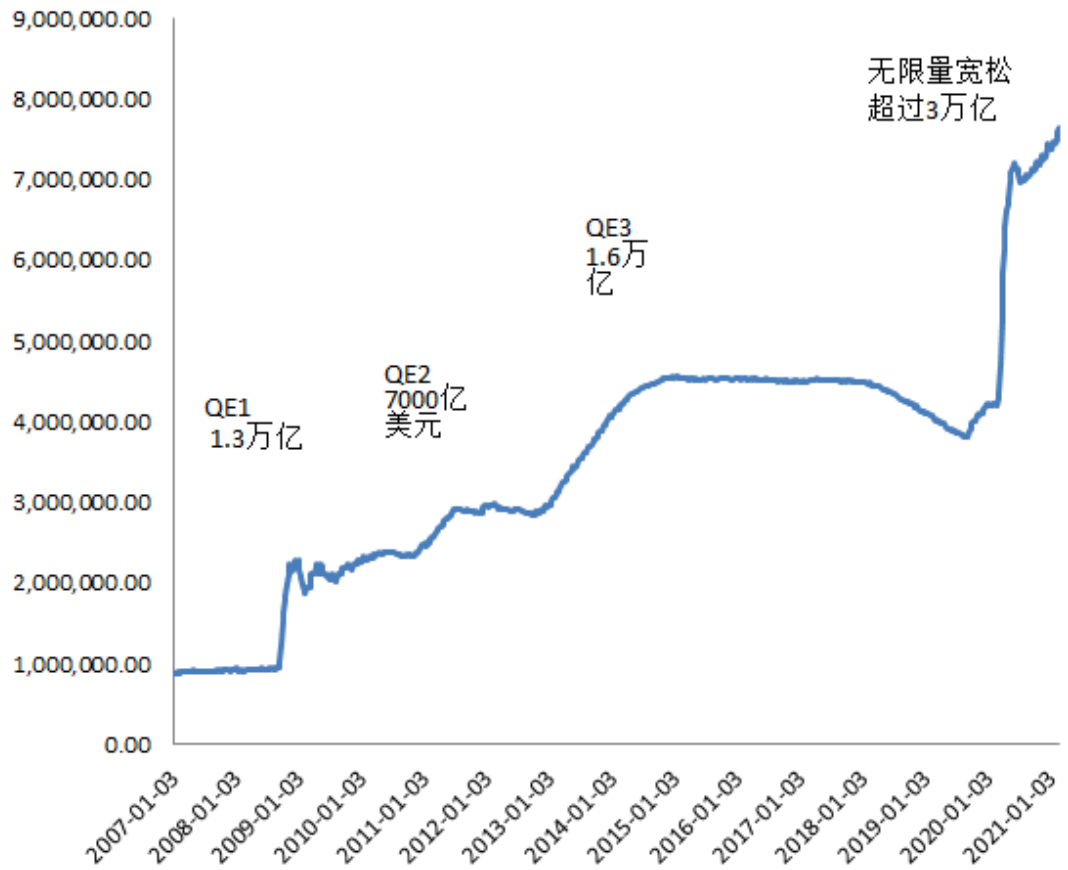


1.从利率上涨结构来看，2021年1月份美国国债利率上行更多体现为通胀预期上行，2月份则更多体现在实际利率上行，即图中蓝线表示。所以造成贵金属尤其是黄金价格持续走弱。

2.未来风险在于，如果现实的通胀推动美国国债名义利率上行，但中长期通胀预期又保持稳定，那么将继续推升实际利率水平，推动贵金属价格震荡下行。美债实际利率水平有上行至-0.5%甚至更高水平的风险。

Maike 迈科期货

货币政策短线稳定、后期有收紧预期



1. 在2月份，美联储官员稳定货币政策预期的动作，并没有抑制住不断上行的美债利率水平。

2.2月份美联储共进行1851.85亿美元的资产购买，其中主要是美国中长期名义国债以及MBS。

3.后期美国货币政策预期变化仍然会扰动美国资本市场，进而对全球资本市场形成影响。预计二季度随着通胀走高，货币政策变化预期将更加频繁化。

Maike 迈科期货

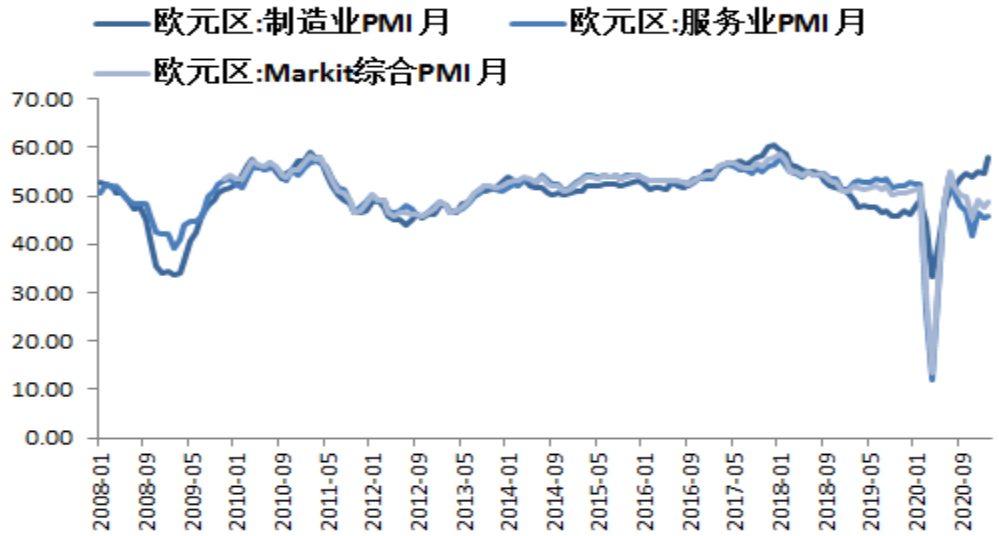


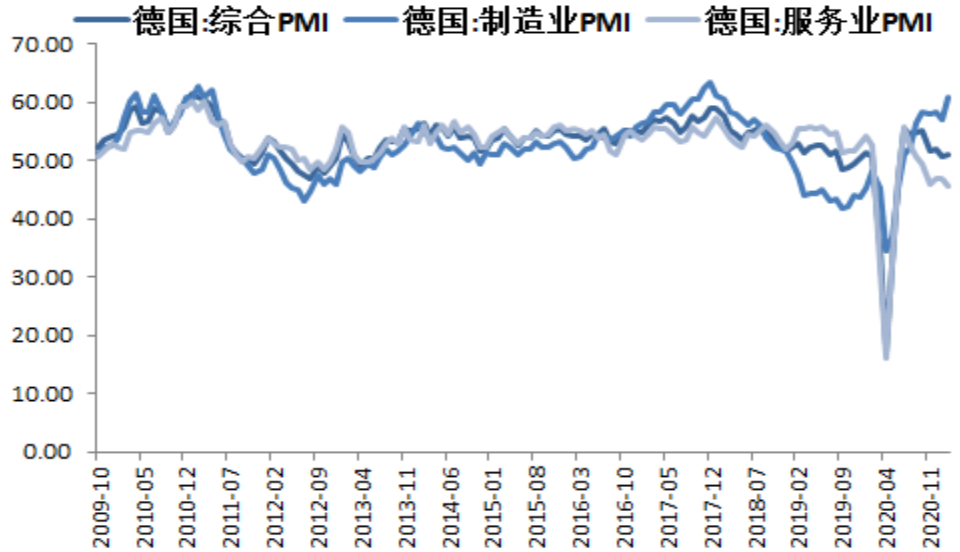
经济数据解读

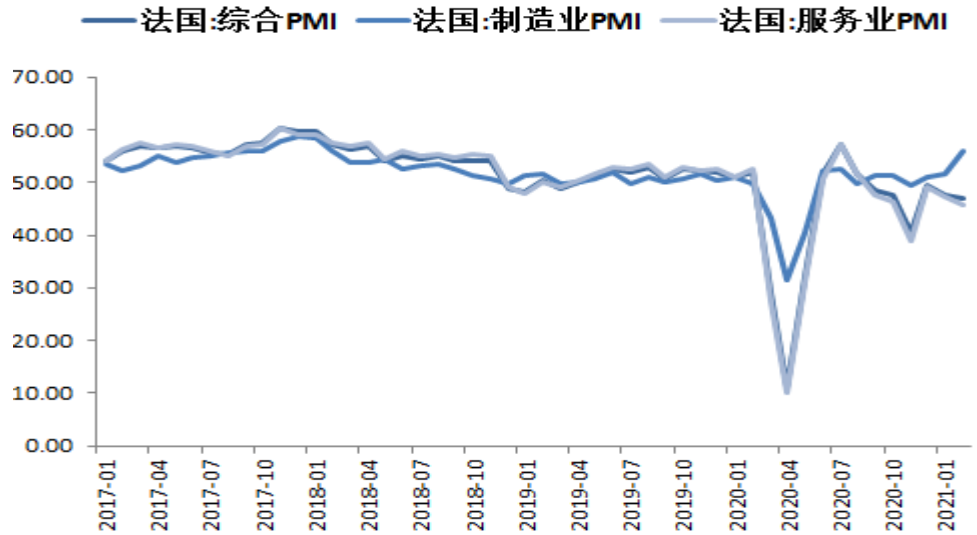
欧元区经济数据：静待好转

Maike 迈科期货

2021年2月欧元区PMI指数向上修正





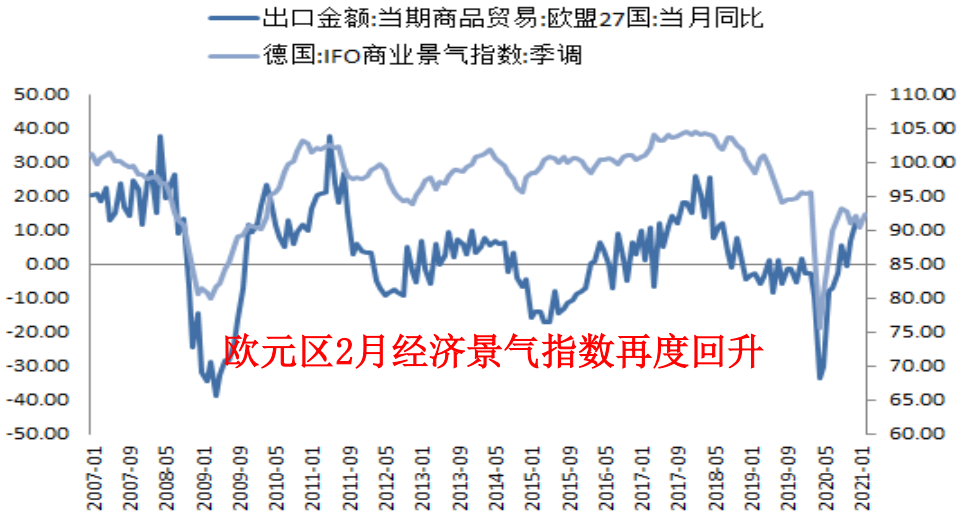


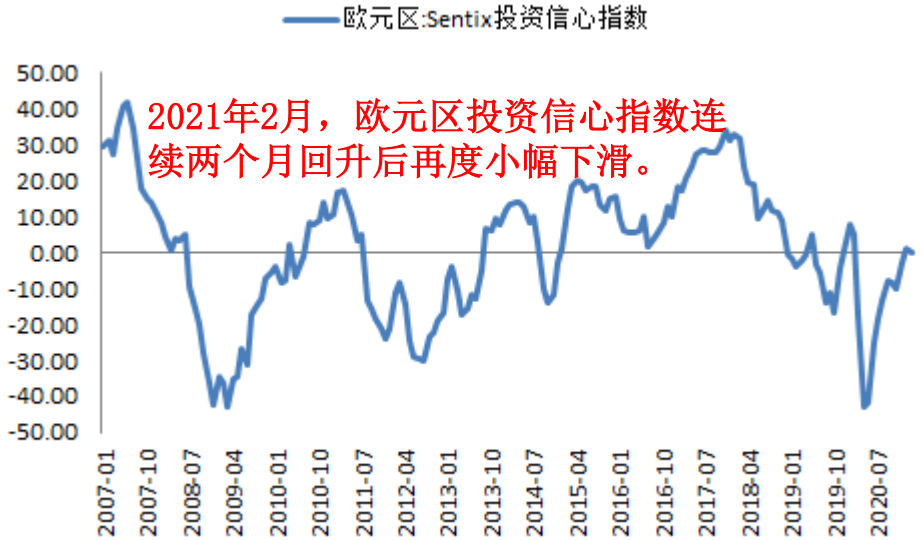
欧元区2月综合PMI终值为48.8，预期48.1，初值48.1；服务业PMI终值为45.7，预期44.7，初值44.7。1月PPI环比升1.4%，预期升1.2%，前值升0.8%。

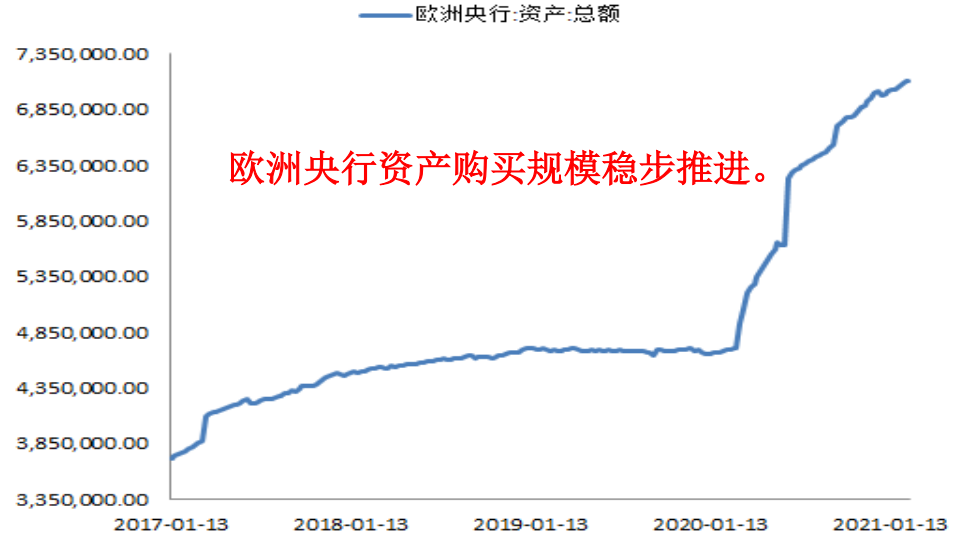
德国2月综合PMI终值为51.1，预期51.3，初值51.3；服务业PMI终值为45.7，预期45.9，初值45.9。法国2月综合PMI终值为47，预期45.2，初值45.2。

Maike 迈科期货

1月份以来欧元区经济数据好坏参半，但预期逐步走好









Maike 迈科期货

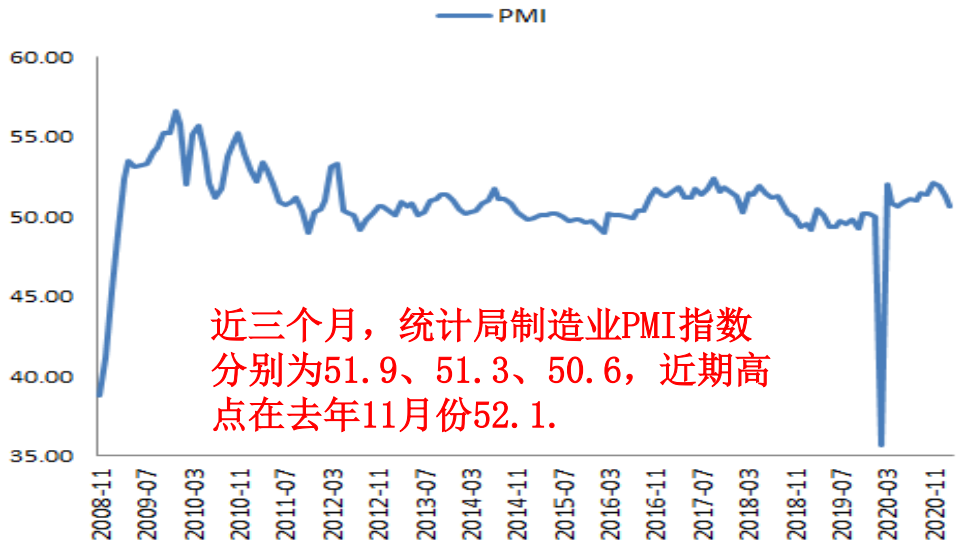


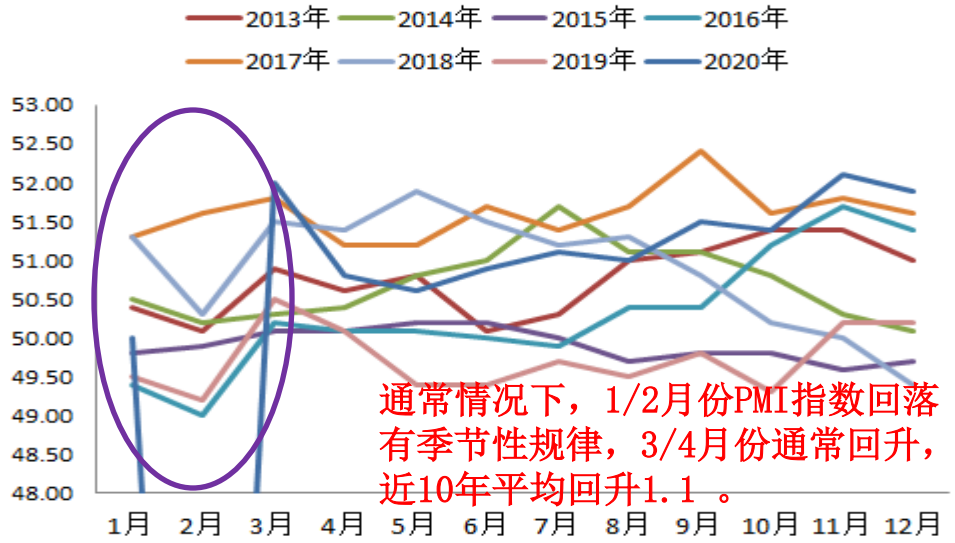
经济数据解读

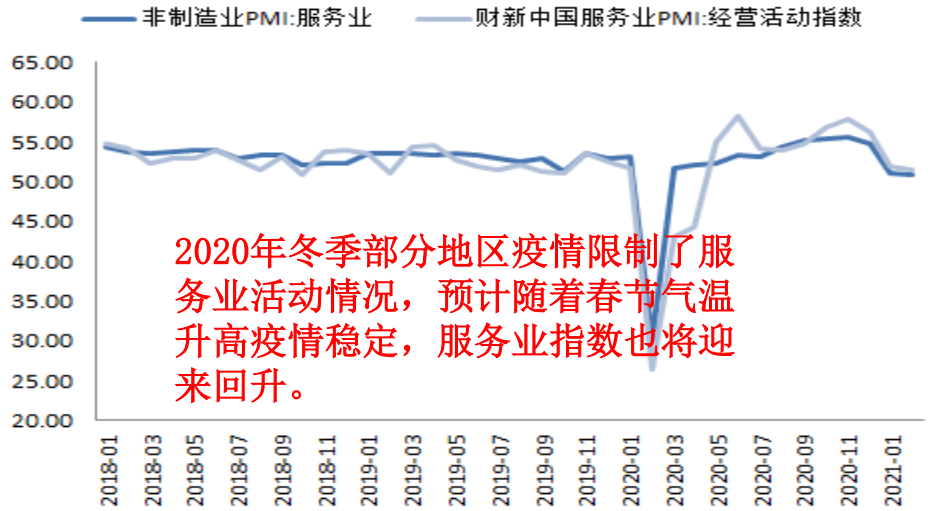
中国经济数据：关注信贷和社融增速，关注信贷收紧风向

Maike 迈科期货

2月PMI指数回落有季节性规律影响，但需关注3月份回升的高度

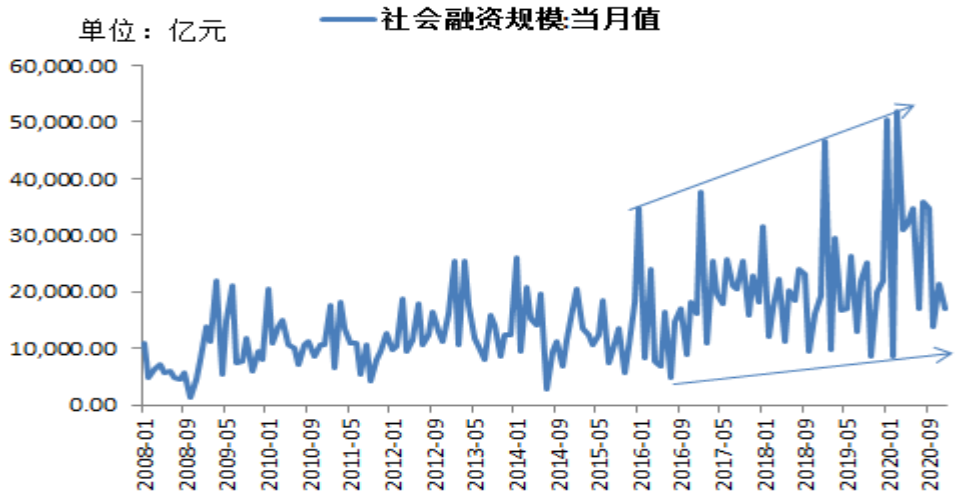


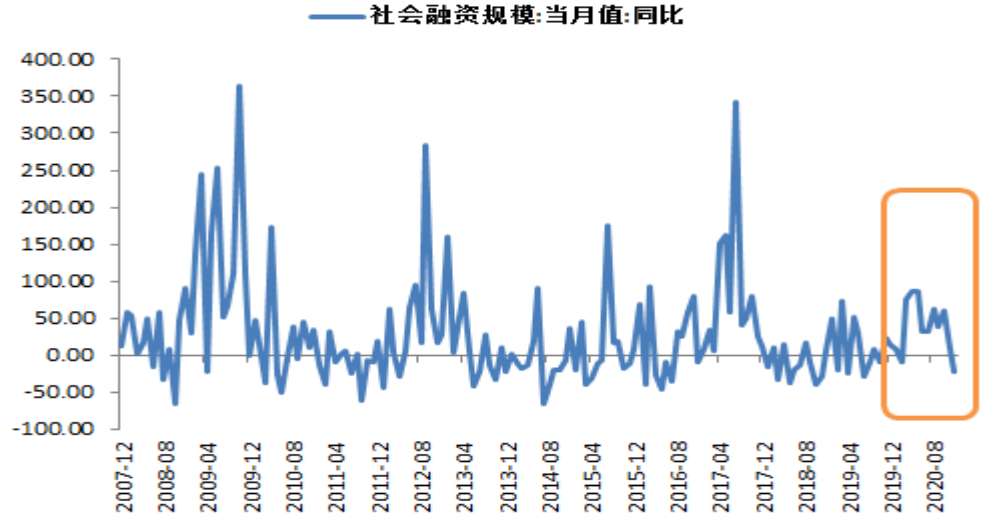




Maike 迈科期货

社融增速回落风险将在2021年二季度充分体现



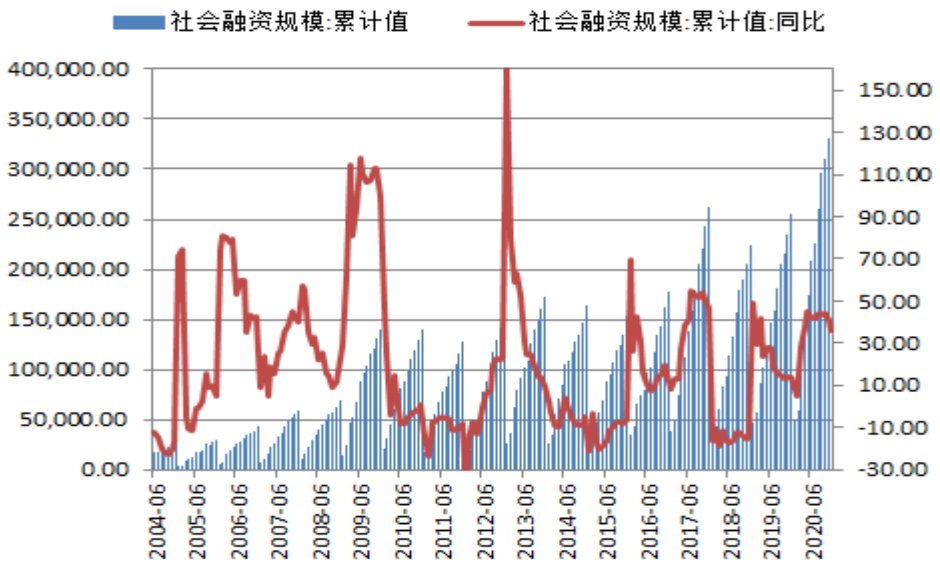


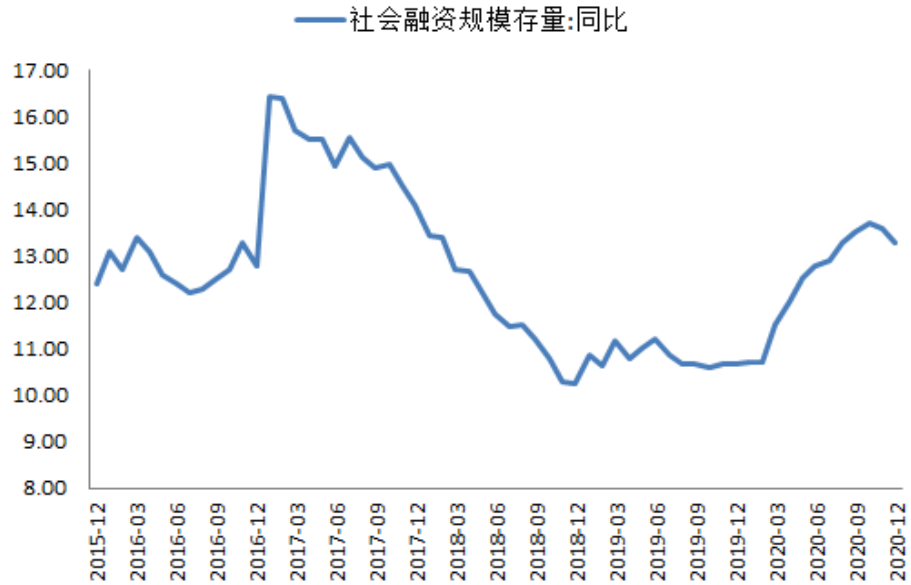
1.由于2020年一季度末到二季度的高基数，使2021年社融增速存在扩张不及预期的风险。并且由于部分城市房地产调控收紧，以及2020年部分贷款优惠政策将在2021年二季度到期，所以银行贷款端的扩张能力将逐步受限。

2.2021年3月份两会将定调经济发展基调，届时经济发展目标、通胀目标、失业率目标以及财政赤字、地方债发行规模等均会明晰。总体而言，3、4月份传统旺季叠加疫情后恢复，经济增速将向上，但二季度之后的经济复苏将受到货币政策以及财政政策影响，但政策有不及预期的风险，需要关注。

Maike 迈科期货

货币和信贷基调保持平稳，曾释放转向意图



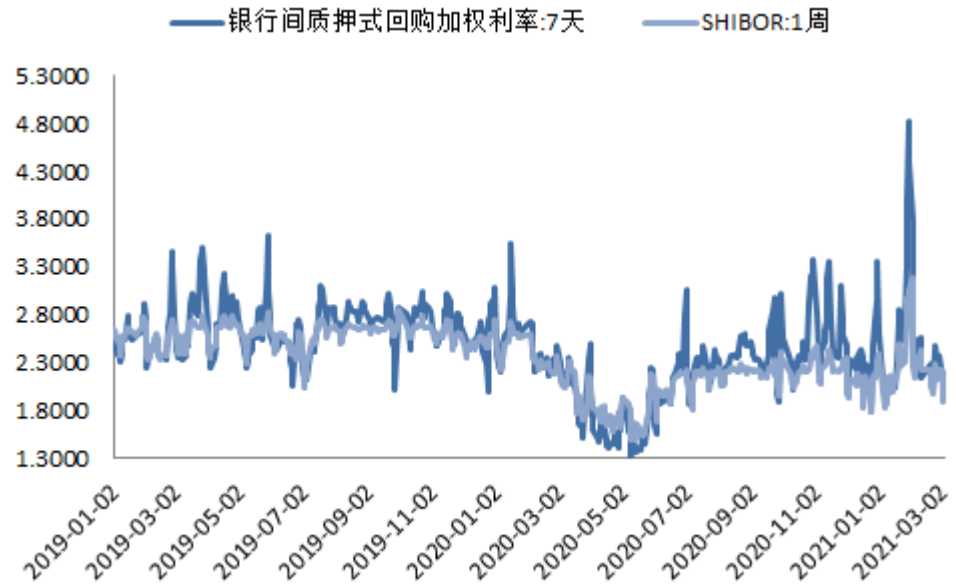


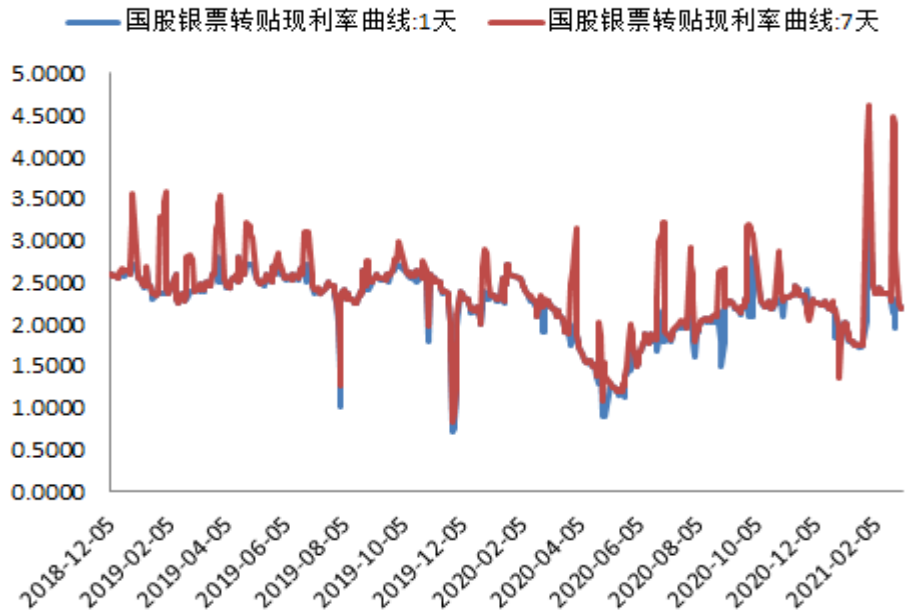
1. 关于货币政策是否转向的问题，央行货币政策委员会委员马俊在1月27日发言中提及了货币政策适度转向的问题，但是货币政策司后续持续表示货币政策要坚持稳健的总体取向，坚持稳字当头，保持战略定力，不左不右。根据经济发展实际情况，灵活调整货币政策力度、节奏和重点。平滑经济波动，应对诸多不确定性。

2.总体而言，货币政策极度宽松难再现，除非经济再度出现大幅下滑，政策根据经济表现进行短期调整。

Maike 迈科期货

央行频繁小幅操作，银行间利率水平相对平稳，货币政策持稳，信贷趋紧





1.2021年2月央行公开市场操作呈现两个特征：一是逆回购量偏小，日度只有100亿左右规模，相较之前几百亿甚至上千亿规模明显缩量。二是呈现净回笼状态，2月份中下旬以来公开市场操作逆回购操作量总体不及到期量。

2.2月份银行间利率水平大致保持平稳，shibor利率相较2月份略有小幅下行。

3.自1月份以来信贷有所收缩的情况延续到2月份，2月份票据转贴利率仍然维持在高位。

Maike 迈科期货



贵金属

美债利率上行&美元止跌回升，贵金属承压

美债利率上行&美元止跌企稳，贵金属承压回落

- 美黄金自1月份以来持续走弱，主要受到美债利率尤其是实际利率上行影响。美白银表现相对强势，2月份走势表现震荡，虽有走弱表现但未跌破去年年底以来的上涨趋势线。
- 美国10年期国债利率1月初以来持续走高，其中1月份主要表现为通胀预期走高，实际利率水平基本保持稳定，2月份以来通胀预期再无明显回升，实际利率随着名义利率上行明显，导致了2月份贵金属尤其是黄金更为明显的回调过程。
- 美国10年期国债利率1.5%对应2020年年初美国疫情前水平，所以上涨到此位置存在短线休整需求，对贵金属的压力稍有减弱。后期主要关注实际利率和通胀预期的相对变化。但短期休整后，美国国债利率随着经济复苏仍然有上行空间。
- 美元指数自1月份以来持续低位震荡盘整，短线有止跌走强迹象，对贵金属价格同样形成短线压制。
- 短线能够利多贵金属价格的只有通胀，但通胀走高又会引发美联储缩减宽松政策预期走强，所以预计二季度初期贵金属价格会有向上反弹，但始终受到美联储缩减资产购买预期的压制。
- 美黄金1680-1690美元/盎司存在重要支撑，上方压力1760-1790一线，短线震荡区间被压缩，反弹至压力位跌破支撑位偏空操作，美白银关注26.0-27.5短线区间，突破区间进行相应的多空操作，关注白银的短期补跌风险。

Maike 迈科期货

2月份以来美债名义利率上行，主要体现为实际利率上行，通胀预期持稳

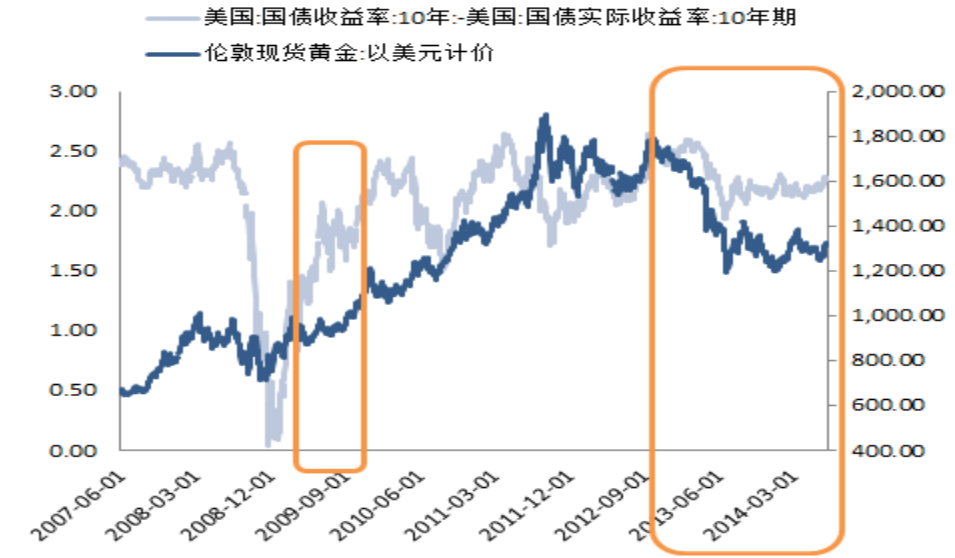




黄金价格和实际利率的反向变动关系更为显著。

实际利率等于名义利率减通胀预期。

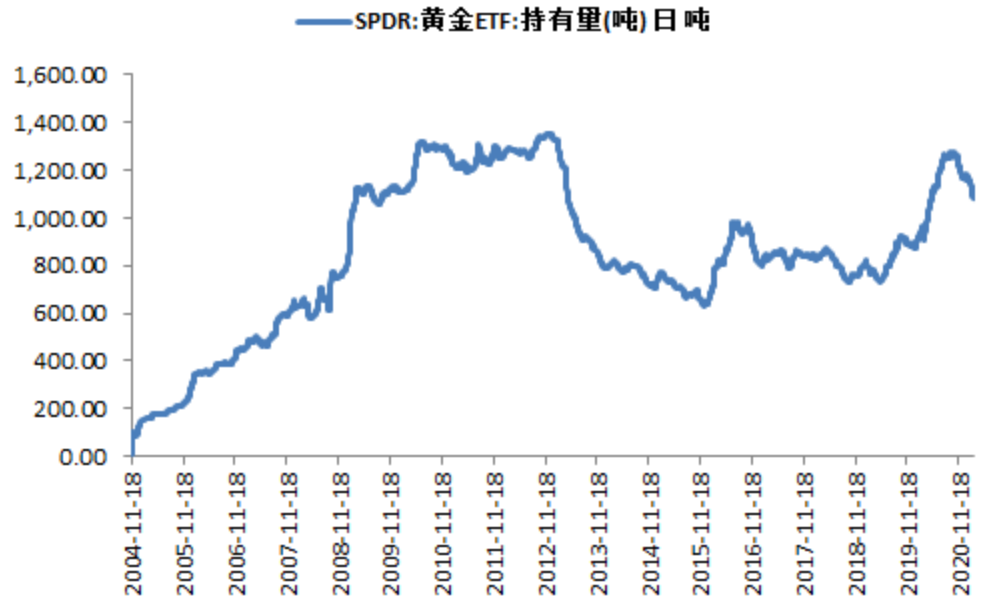
截止2021年3月3日，美债10年名义利率1.47%，其中通胀预期2.2%，实际利率-0.74%

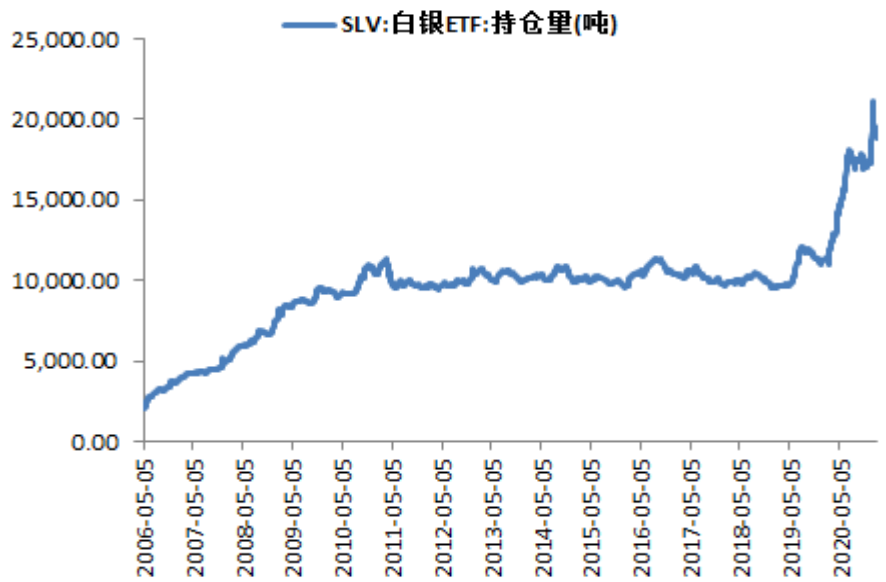




迈科期货

贵金属实物基金投资热度减弱





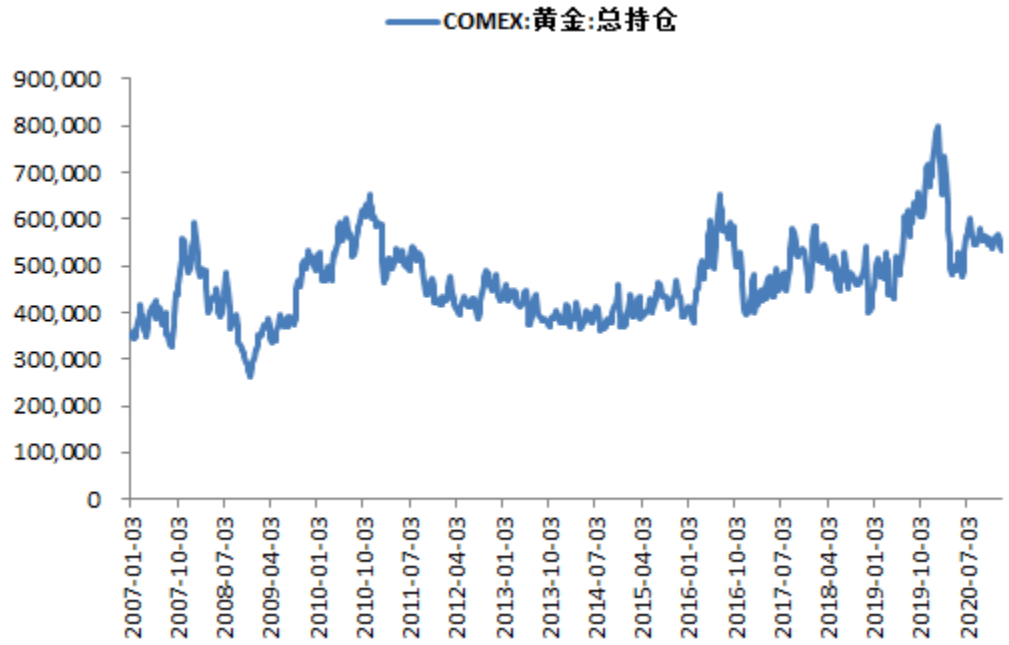
1.自1月中旬以来黄金SPDR持仓量连续六周减少，显示实物基金投资热情减弱。2月SPDR持仓量减少幅度近6%。

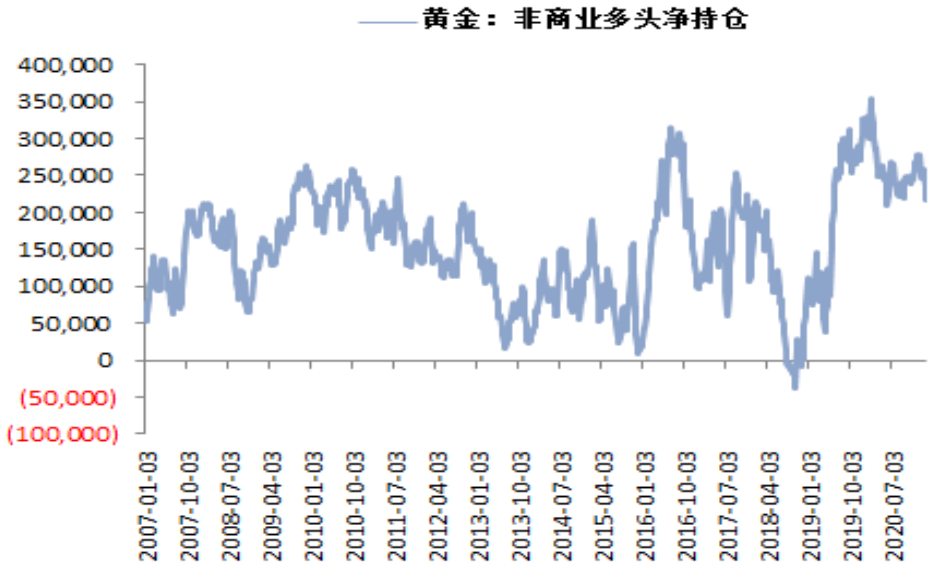
2.白银在2月初因为投资者关注度提升，一度出现明显增仓过程，但从2月中旬开始连续三周回落，同样出现投资热情减弱的情况。

3.投资需求是贵金属需求当中变化幅度最大，波动性最高的，尤其是黄金SPDR，基本与价格同向变动。

Maike 迈科期货

COMEX贵金属持仓：黄金总持仓量减少，非商业净多持仓量减少





1.截止2月23日当周，CFTC公布的黄金总持仓量降至48.11万手，黄金总持仓量水平较2019年一季度相当。

2.黄金非商业净多持仓虽然从2021年1月份以来持续减少，但是绝对水平依然位于相对高位。2020年8月份以来的调整过程，黄金多头减仓了近4万手，意味着2020年6月份以来上涨增量基本离场，但2020年4-5月份的持仓量既然维持，因为当时非商业多头持仓维持在28万手左右。

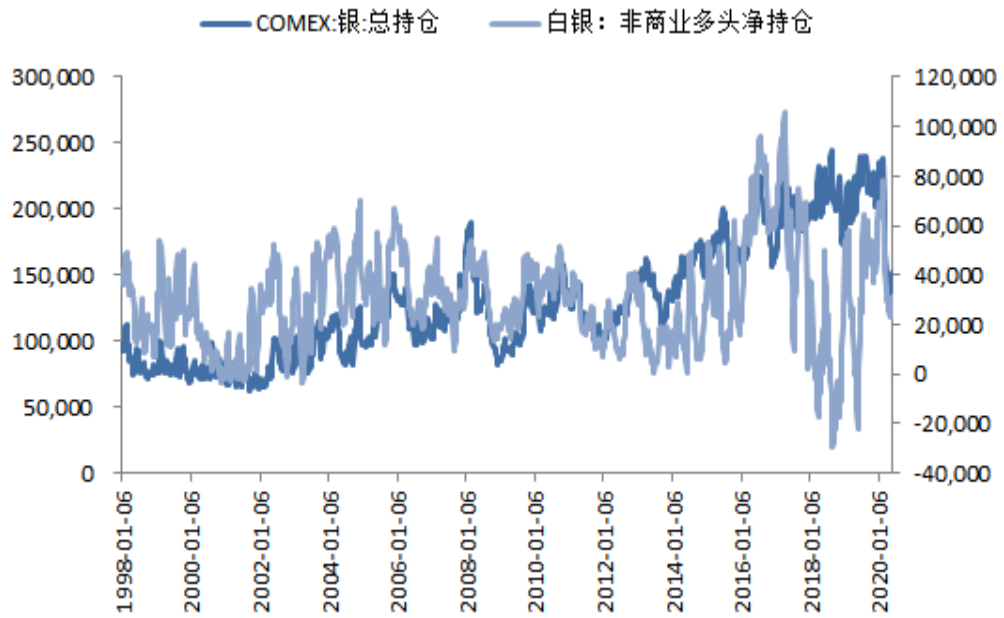
3.非商业空头的增仓过程位于2020年6月到10月，其中随着6月份上涨过程，非商业口空头从3.5万增仓至6万，随后又在8月份增仓至8万手。

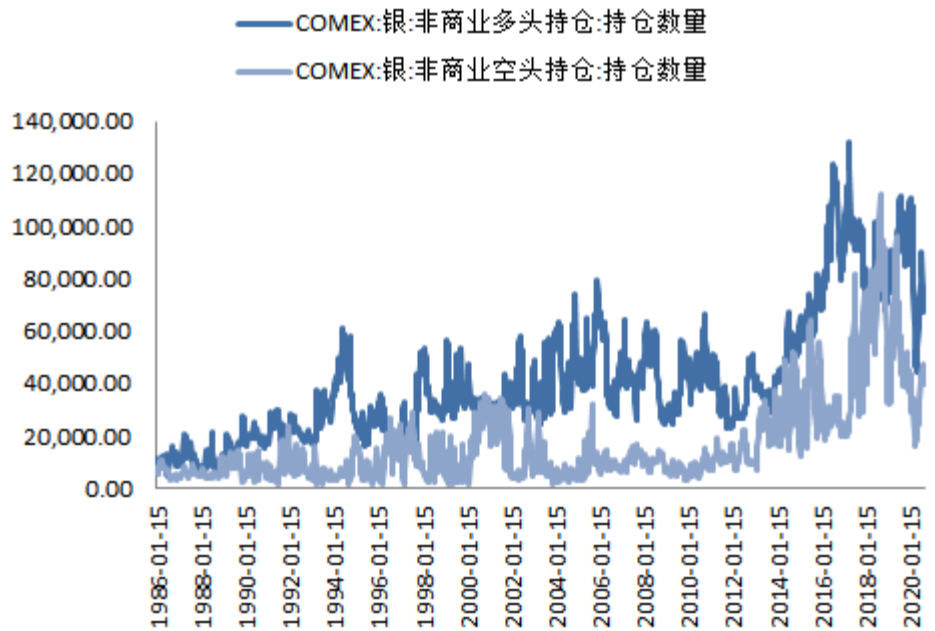
9、10月份持仓量变动大并且位于高位，期间曾达到9万手。随后持仓量不断下降至近年 月底的6.8万手。

3.目前多头持仓基本持平于2020年5月底，空头持仓持平于2020年7月底。对应价格1680-1760美元/盎司。

Maike 迈科期货

COMEX贵金属持仓：白银总持仓量保持稳定，非商业净多持仓减少

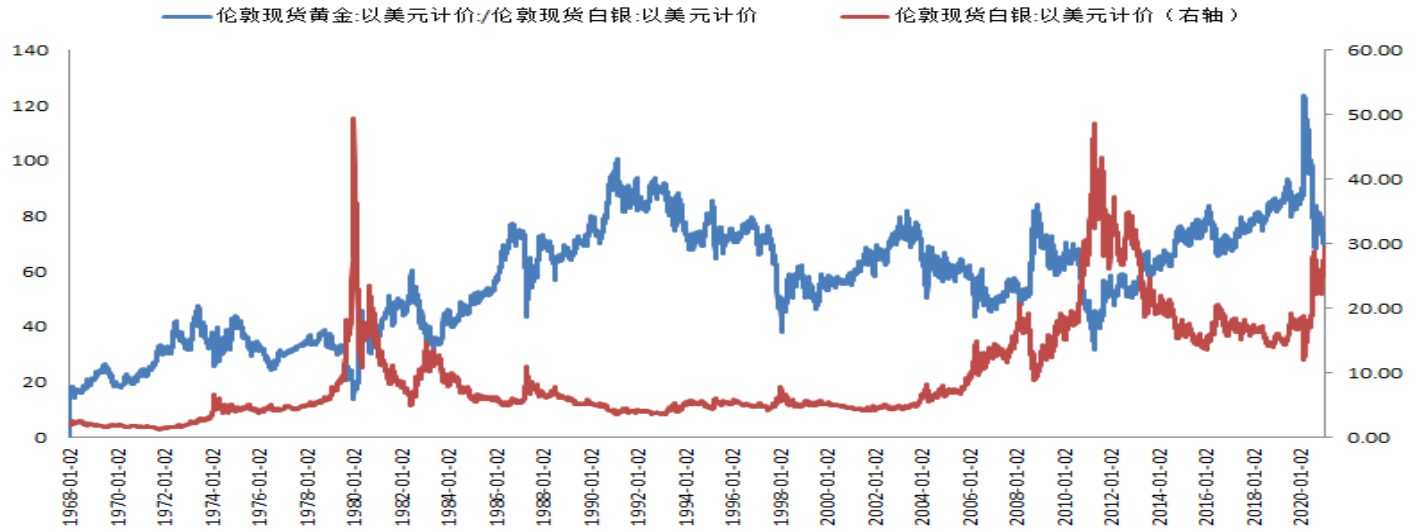




1.白银价格相较黄金抗跌，持仓量也大致保持平稳。截止2月23日，总持仓量为17.24万手，非商业净多持仓为4.76万手。

Maike 迈科期货

金银比价：比价短期回落过程暂缓，等待后期经济复苏通胀上行



1.在2月初白银价格出现短期大幅飙升的过程中，一度出现金银比价快速回落的情况。但随着白银价格重回震荡，比价开始缓慢回落，至2月底回落至64-65附近。

2.因为商品短期调整造成的通胀预期持稳，预计白银价格在3月份出现短期调整过程，这会导致比价回落过程暂缓，等待经济进一步复苏以及通胀预期实际回升。





Maike 迈科期货

迈科期货　　迈科期货订阅号

本报告仅作参考之用。不管在何种情况下，本报告都不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。报告是针对商业客户和职业投资者准备的，所以不得转给其它人员。尽管我们相信报告中资料和资料的来源是可靠的，但我们不保证它们绝对正确。我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。未经允许，不得以任何方式转载。
© 2021年 迈科期货股份有限公司

王静玉　F0274249

TEL：　029-88830208

jingyu.wang@maikegroup.com

发现价值 | 创造价值 | 分享价值

TO DISCOVER VALUE

TO CREATE VALUE TO SHARE VALUE

If there is any inconsistency between the english and chinese versions, the chinese version shall prevail. The text, data and images involved are used for publicity purposes only. All data are subject to final measurements and approval documents by the relevant authorities. Maike has the final right of interpretation of the information disclosed. 本资料涉及的文字、数据、图片作为宣传所用，仅供参考；所有数据资料以最终测量及政府有关部门批准文件为准。迈科对本资料内容拥有最终解释权。