

2021年9月6日 星期一



美联储Taper预期推迟

金银短期反弹

联系人 李婷
电子邮箱 li.t@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

要点

- 疫情反弹对美国就业市场修复的影响是决定美联储何时启动taper主要变数。在不及预期的美国8月非农就业数据公布之后，市场原本预期的美联储将在9月会议上宣布缩减QE时间表几无可能，大概率将推迟到今年11月或12月宣布。短期市场将继续消化美联储将推迟缩减货币宽松的预期，贵金属价格有望持续反弹。中期来看，美联储缩减QE的方向不变，贵金属中期走势依然面临调整压力。
- 预计9月份国际金价的主要波动区间将在1750-1880美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在24-26美元/盎司之间。
- 投资策略建议：金银逢高沽空
- 风险因素：德尔塔疫情的控制不及预期

目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 一、贵金属行情回顾..... | 4 |
| 二、贵金属价格影响因素分析..... | 5 |
| 1、美国就业市场复苏未稳，制约美联储缩减 QE 节奏 | 5 |
| 2、欧元区通胀压力上升，欧央行可能调整购债计划 | 6 |
| 三、市场结构及资金流向分析..... | 8 |
| 1、金银比价变化..... | 8 |
| 2、铜金比价变化..... | 8 |
| 3、期现及跨期价差变化..... | 9 |
| 4、贵金属库存变化..... | 10 |
| 5、金银 ETF 持仓分析..... | 11 |
| 6、CFTC 持仓变化..... | 12 |
| 四、行情展望及操作策略： | 13 |

图表目录

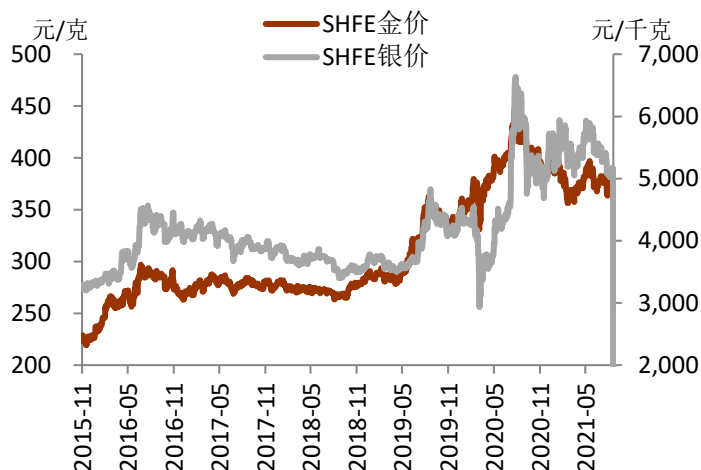
| | |
|--------------------------------|----|
| 图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势 | 4 |
| 图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势 | 4 |
| 图表 3 金价与美元指数走势变化 | 4 |
| 图表 4 金价与美债利率走势变化 | 4 |
| 图表 5 金价与 VIX 指数的变化 | 6 |
| 图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化 | 6 |
| 图表 7 主要经济体 GDP 增速变化 | 7 |
| 图表 8 美欧经济意外指数变化 | 7 |
| 图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化 | 7 |
| 图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化 | 7 |
| 图表 11 美国就业情况变化 | 7 |
| 图表 12 主要经济体 CPI 变化 | 7 |
| 图表 13 COMEX 金银比价变化 | 8 |
| 图表 14 沪期金银比价变化 | 8 |
| 图表 15 铜金比价变化 | 9 |
| 图表 16 金价与铜价走势对比 | 9 |
| 图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化 | 9 |
| 图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化 | 9 |
| 图表 19 COMEX 贵金属库存变化 | 10 |
| 图表 20 COMEX 黄金库存变化 | 10 |
| 图表 21 COMEX 白银库存变化 | 10 |
| 图表 22 上海黄金交易所白银库存变化 | 11 |
| 图表 23 上海期货交易所白银库存变化 | 11 |
| 图表 24 贵金属 ETF 持仓变化 | 11 |
| 图表 25 黄金 ETF 持仓变化 | 12 |
| 图表 26 白银 ETF 持仓变化 | 12 |
| 图表 27 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化 | 12 |
| 图表 28 CFTC 黄金净多头持仓变化 | 13 |
| 图表 29 CFTC 白银净多头持仓变化 | 13 |

一、贵金属行情回顾

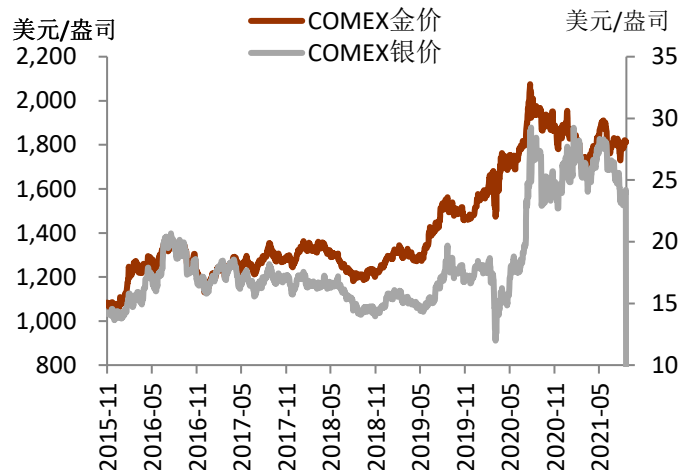
8月金银价格走势继续分化。金价在8月上旬大幅下挫之后V形反弹，快速收回跌幅。而银在8月上旬大幅下挫之后低位震荡，弱势凸显。主要因德尔塔变异病毒在全球范围的扩散使得疫情有卷土重来之势，这一方面提振了避险需求支撑了金价，另一方面疫情对经济复苏拖累开始显现，工业属性更强的银价受到压制。截至8月底，COMEX期金主力合约报收于1816.4美元/盎司，月度涨幅为0.03%；COMEX期银主力合约报收于23.93美元/盎司，月度跌幅为6.36%。COMEX金银比价持续上涨至76一线。

进入9月，贵金属价格走势震荡偏强。在不及预期的美国8月非农就业数据落地后，市场预期美联储将推迟Taper，金银短期获得支撑。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

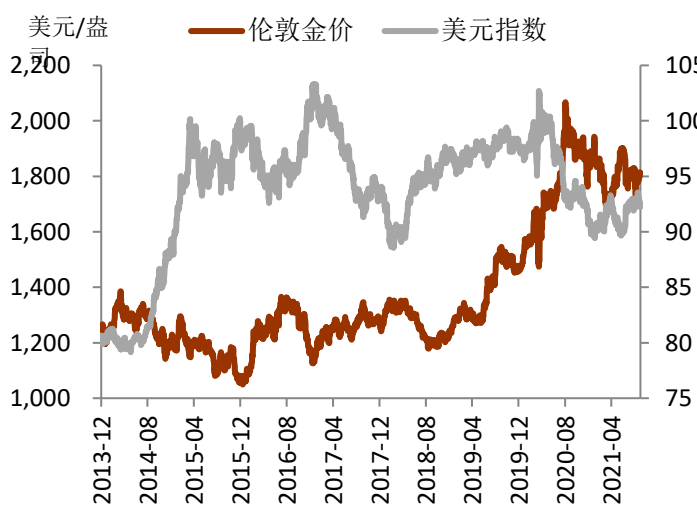


图表2 近5年COMEX金银价格走势



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表3 金价与美元指数走势变化



图表4 金价与美债利率走势变化



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

二、贵金属价格影响因素分析

当前新冠变异病毒德尔塔毒株在全球加速传播，多个国家和地区疫情卷土重来甚至再现疫情高峰，全球抗疫依然面临严峻挑战。主要经济体的经济数据均出现波动，特别是美国的就业市场的恢复并不稳定，市场对美联储宣布缩减 QE 时间表的预期推迟，美元指数回调，贵金属价格受到提振。

1、美国就业市场复苏未稳，制约美联储缩减 QE 节奏

美国二季度 GDP 环比增速修正值为 6.6%，依然逊于预期。因产能受限、供应短缺和新冠变异病毒德尔塔毒株新的迅速蔓延，削弱了经济从去年疫情引发的衰退中反弹的势头，美国 8 月商业活动已连续第三个月增长放缓，美国 8 月 Markit 制造业 PMI 降至 61.2，服务业 PMI 降至 55.2，扩张速度创 8 个月新低。美国 8 月消费者信心指数持续下滑、零售销售超预期降低，显示作为美国经济增长的主要动力的私人消费，也在受到疫情反弹带来的持续扰动。

美国劳工部最新公布美国 8 月就业报告显示：新增非农就业人数为 23.5 万人，显著低于前值 105.3 万人；失业率 5.2%，降至疫后最低水平，前值 5.4%；劳动参与率 61.7%，与前值持平；时薪同比高达 4.3%。高时薪以及非农私人职位空缺屡创新高表明美国内需持续加速改善，企业端招工需求强劲。偏低的新增非农则说明疫情反弹约束了民众就业意愿。7 月中旬以来，美国疫情迅速反弹。日均新增感染病例从此前稳定在 2 万人左右迅速突破至 20 万人以上，每日新增的新冠死亡病例也重回去年高点。疫情形势快速恶化令部分州重启社交限制措施，并严重干扰了经济复苏步伐。虽然截止 8 月 28 日美国首次申请失业救济人数为 34 万人，好于预期的 34.5 万人和前值 35.3 万人，降至疫情以来的新低，但是在非季调下，8 月 14 日领取失业保险救济的总人数实际上增加了 17.8 万。近期 ADP、初请失业金人数和非农数据表现略背离，但在总量需求放缓以及疫情扰扰动下，劳动力市场复苏放缓的势头已现，后续需警惕初请失业金人数可能会重新回升。

受疫情再度反弹影响，近期公布的经济数据均不及预期，制约了美国放缓货币政策收紧节奏。美联储主席鲍威尔在今年的全球央行年会上表示，今年年底之前可能开始缩减 QE 购债，但“开启缩减购债的时间和速度并不是要直接释放加息时间的信号”，即使彻底结束购债也不代表马上就开始加息，警告过早加息的风险，并未给出任何缩减购债的详细时间表。在不及预期的 8 月的美国非农就业数据公布之后，市场原本预期的美联储将在 9 月会议上宣布缩减 QE 时间表几无可能，大概率将推迟到今年 11 月或 12 月宣布。当前美联储货币政策边际收紧的大方向未变，但鉴于未来疫情发展的高度不确定性，即使美联储开启缩减购债，出于呵护流动性、稳定经济增长的需要，缩减的节奏也可能较为温和，Taper 结束的时间可能偏晚，因此整体流动性环境仍将在较长时间内保持相对宽松。

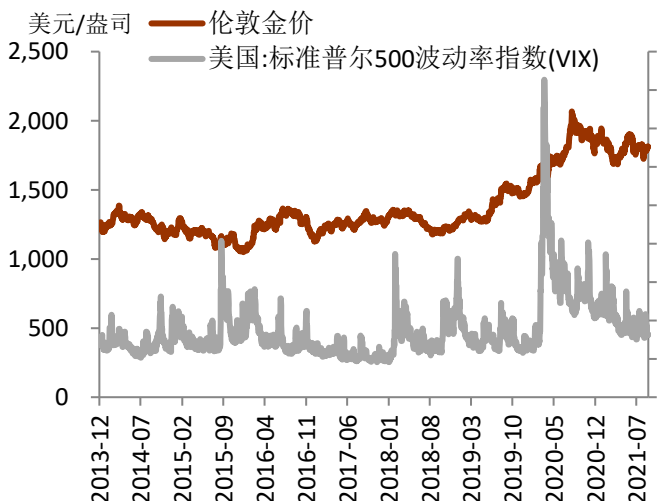
2、欧元区通胀压力上升，欧央行可能调整购债计划

欧元区经济继续呈扩张态势，但增速放缓。数据显示，欧元区 8 月制造业 PMI 终值为 61.4，低于初值 61.5。虽然继续处于扩张状态，但增长连续第二个月放缓。欧元区 8 月 Markit 制造业 PMI 终值由上月的 62.8 降至 61.4，但意大利、西班牙和希腊的制造业活动指数却有所上升。由于全球供应链普遍出现瓶颈，企业难以满足需求，欧元区 8 月制造业的未完成订单升至空前高位。欧元区 8 月经济景气指数小幅放缓，从 7 月的历史新高回落至 117.5。该地区的整体经济活动仍然活跃，但可能会在夏季结束时放缓。欧元区 8 月工业景气指数 13.7，低于前值 14.6，但高于预期 13.4。欧元区 7 月份失业率从下 0.1% 降至 7.6%。尽管 8 月欧元区经济扩张速度略有放缓，但经济仍正在从疫情中复苏。但零部件和原材料短缺，以及运输能力不足的问题依然严重，这可能会令经济复苏延迟，还可能加剧通胀。

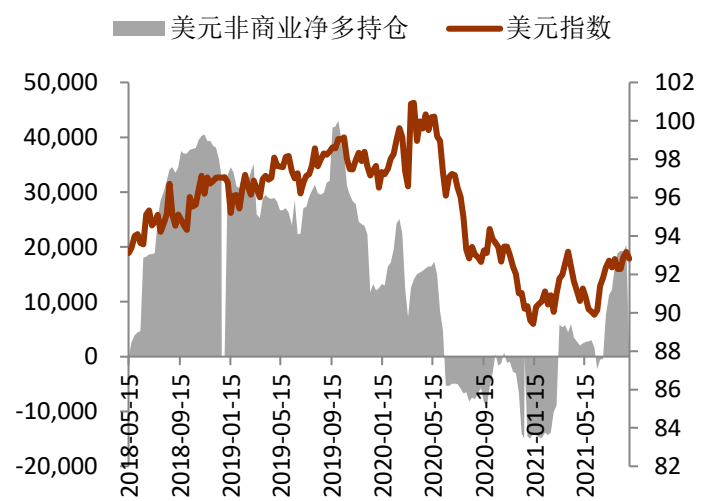
欧元区通胀压力明显上升。欧元区 8 月 CPI 同比初值已经达到了 3%，前值 2.2%，为 10 年来的最高水平。欧元区 7 月 PPI 环比升 2.3%，同比升 12.1%，创历史新高。欧元区通胀压力明显上升，或将影响欧央行未来资产购买计划的走向。

欧洲央行在近期公布的 7 月货币政策会议纪要维持宽松态度。央行行长拉加德认为，欧元区的通胀上升是受到基数效应以及大宗商品价格等影响，通胀压力只是暂时的，物价将于 11 月左右达到最高点。但全球供应链依然受疫情的持续影响，或将导致成本压力在接近年底时仍在上升。已有欧央行官员鹰派呼吁，应尽快开始缩减抗疫紧急购债，明年 3 月彻底结束购买。欧洲央行行长拉加德也表示，目前经济正在企稳，下一步要考虑对那些受到严重损害的产业提供有针对性的支持，而不再是大规模的支持。

图表 5 金价与 VIX 指数的变化

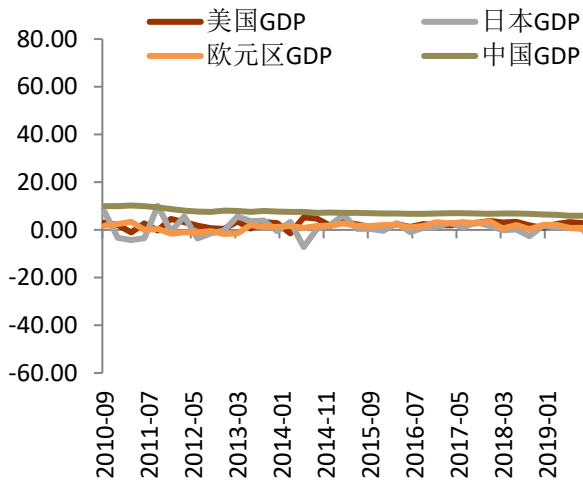


图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化

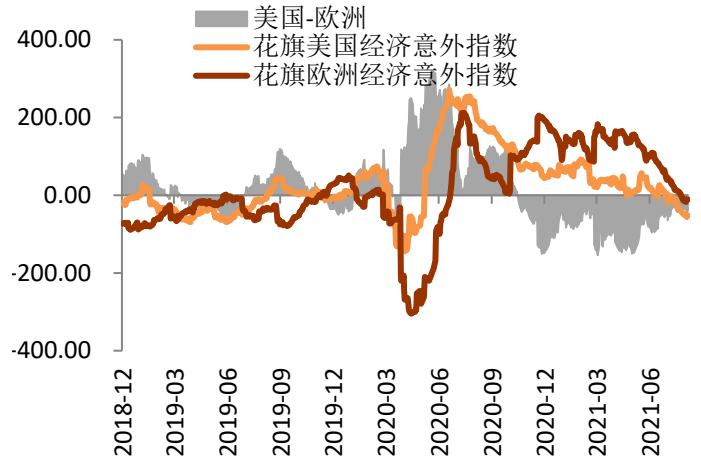


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 主要经济体 GDP 增速变化

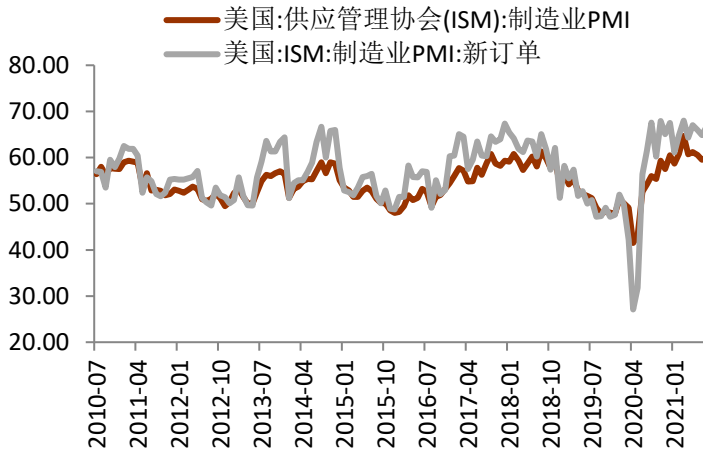


图表 8 美欧经济意外指数变化

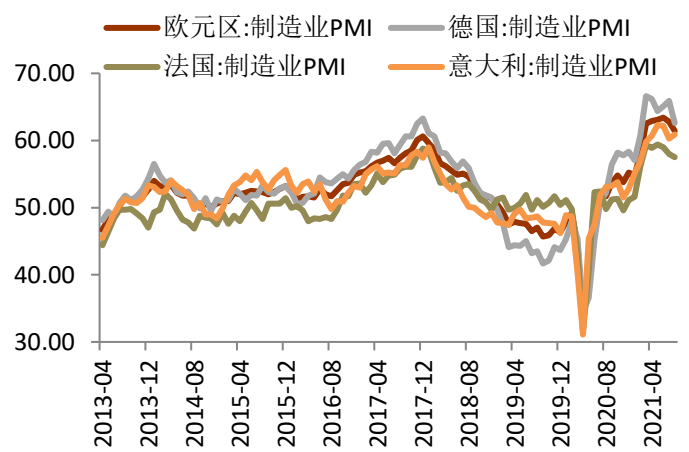


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

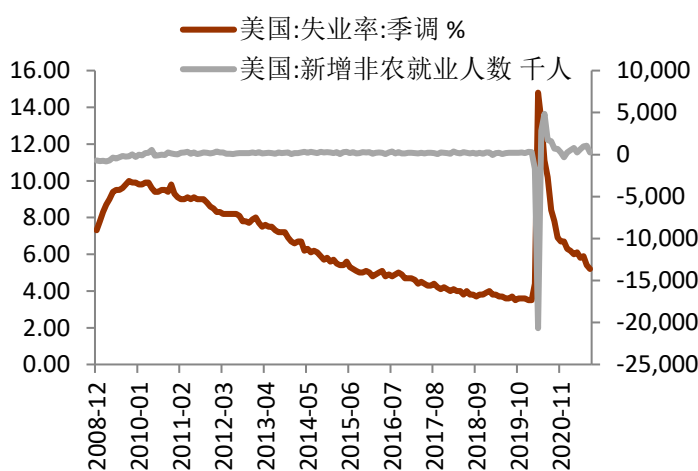


图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化

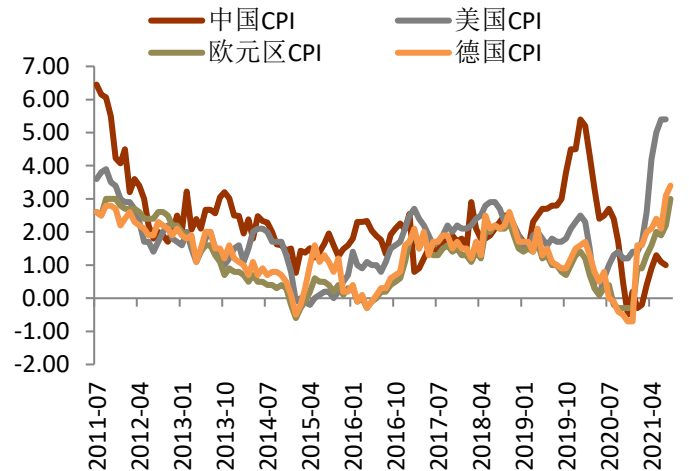


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 11 美国就业情况变化



图表 12 主要经济体 CPI 变化



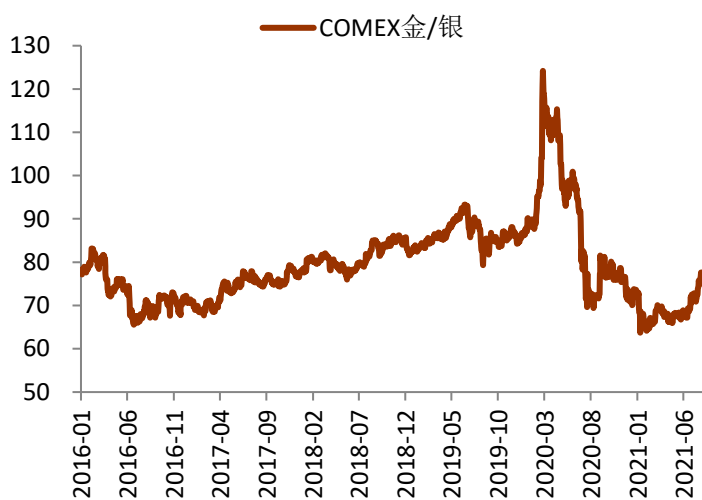
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

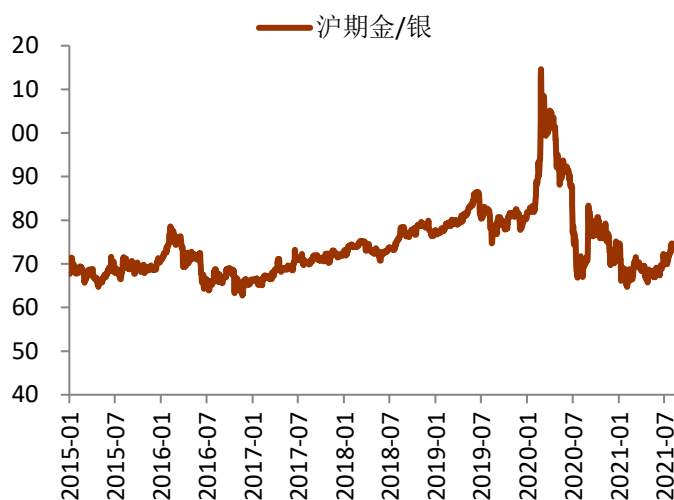
1、金银比价变化

金强银弱的格局在 8 月持续呈现，COMEX 金银比价从 7 月底的 71 上涨至最高 78 一线。在疫情再度扩散导致经济复苏受阻的背景下，一方面，避险情绪提振黄金的需求，另一方面，经济预期向下修正使得白银遭到抛售，金银价格走势出现明显的分化。在目前全球疫情的形势依然严峻的情况下，白银价格可能会持续弱于金价，金银比价有望继续上行。

图表 13 COMEX 金银比价变化



图表 14 沪期金银比价变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

2、铜金比价变化

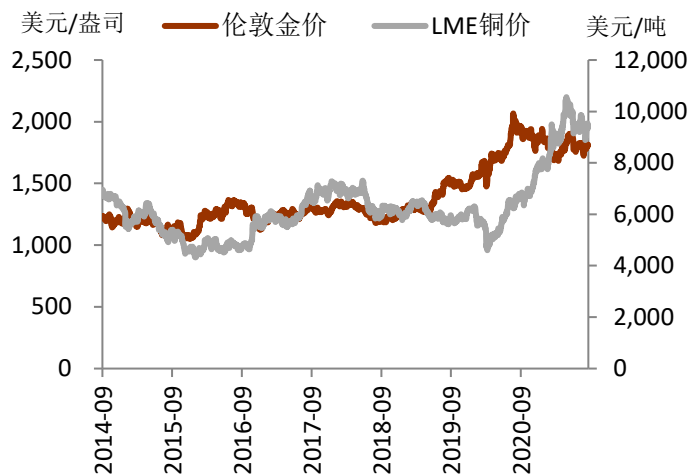
8 月因金价出现大幅下挫而后又快速收回跌幅，铜金比价也先涨后跌，但整体波幅不大，在 5.1-5.5 之间波动。铜作为最主要的基本金属，其价格走势代表了基本金属的整体变化趋势。铜价/黄金价格的比价可以一定程度上理解为剔除通胀因素和金融属性之后的铜的价格变化。与历史 3-12.2 波动区间相比，当前铜金比价仍处于相对较低的位置。

从季节性消费来看，当前将进入铜消费的旺季，虽然疫情反复影响了经济复苏预期，但货币正常化预期进一步推迟，在全球流动性将依然在未来一段时间内保持宽松的情况下，铜价下方的支撑很强。预计铜金比价仍有进一步上涨的动力与空间。

图表 15 铜金比价变化



图表 16 金价与铜价走势对比



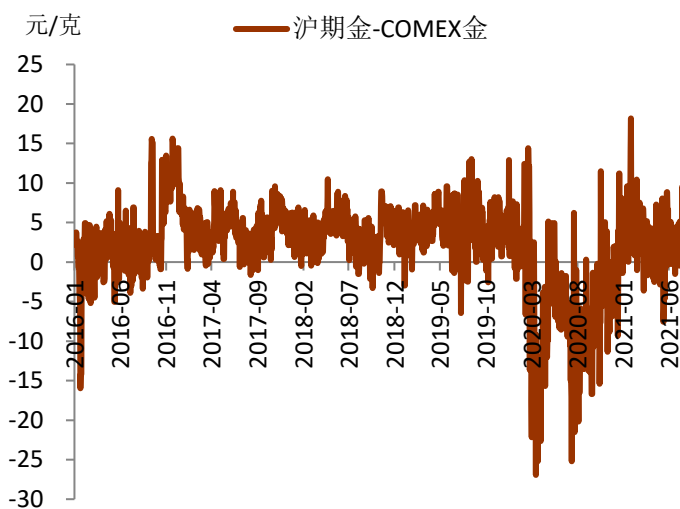
资料来源：Wind，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

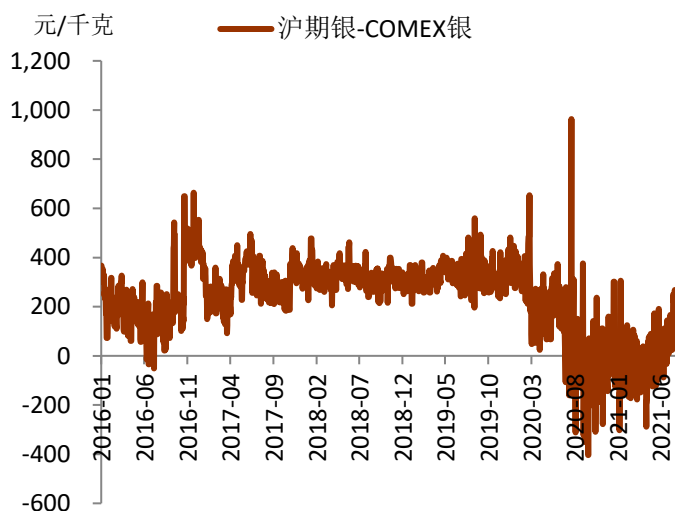
8月人民币兑美元汇率窄幅波动，因黄金价格出现剧烈波动，内盘金价几次出现对外盘贴水，而内盘银价对外盘银价保持升水的状态。

进入9月，因美国就业市场的恢复不及预期使得美联储缩减QE预期推迟，预计近期美元人民币对美元汇率会维持震荡或小幅升值，黄金白银的内外盘价差会有所缩小。

图表 17 沪期金与 COMEX 金价差变化



图表 18 沪期银与 COMEX 银价差变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

4、贵金属库存变化

自从 CME 在 2020 年 3 月底改进交易机制扩大可交割品种之后，COMEX 黄金期货的库存去年 4 至 6 月迅速增加，在今年 2 月份达到 3950 万盎司的历史高点，之后库存开始持续下降。截至 2021 年 9 月 3 日，COMEX 黄金期货的库存有 3417 万盎司，合计约 1063 吨，比上个月的库存减少 3.34%，比去年同期减少 7.8%。

COMEX 白银期货的库存从 2020 年 6 月开始明显增加，特别是在去年 9 月份大幅增加 3000 万盎司，在今年 2 月份白银库存达到约 4 亿盎司达到历史最高位，之后也开始下降。截至 2021 年 9 月 3 日，COMEX 白银库存有约 3.62 亿盎司，合计约 11263 吨，比上月增加 1.77%，比去年同期增加 4.2%。

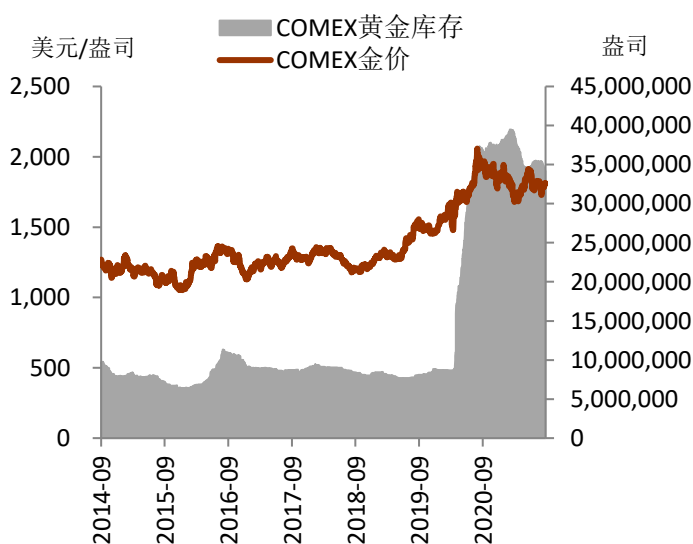
国内两大交易所的白银库存也持续下降。当前上海黄金交易所的白银库存从 2020 年 9 月初 5280 吨的历史高点大幅降低至当前的 2653 吨。上海期货交易所的库存也从今年 1 月份 2848 吨的高点回落 8 月的低点 2015 吨，目前库存为 2104 吨。目前国内两大交易所的白银库存从合计 7000 吨以上的高位大幅下降至 4757 吨的水平。

图表 19 COMEX 贵金属库存变化

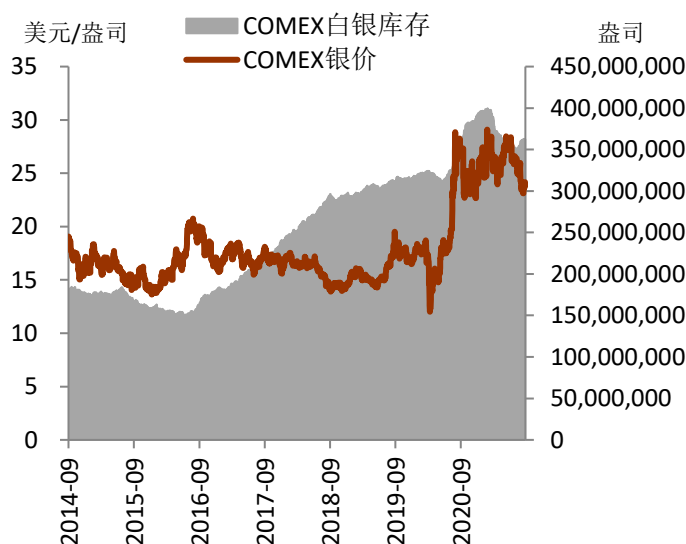
| | 2021/9/3 | 2021/8/2 | 2020/9/2 | 较上月增 减 | 变化率 | 较去年增 减 | 变化率 |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|-----------|--------|
| 黄金(盎司) | 34171275 | 35353731 | 37062434 | -1182456 | -3.34% | -2891159 | -7.80% |
| 白银(千盎司) | 362120047 | 355822815 | 347533135 | 6297232 | 1.77% | 14586913 | 4.20% |

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 20 COMEX 黄金库存变化

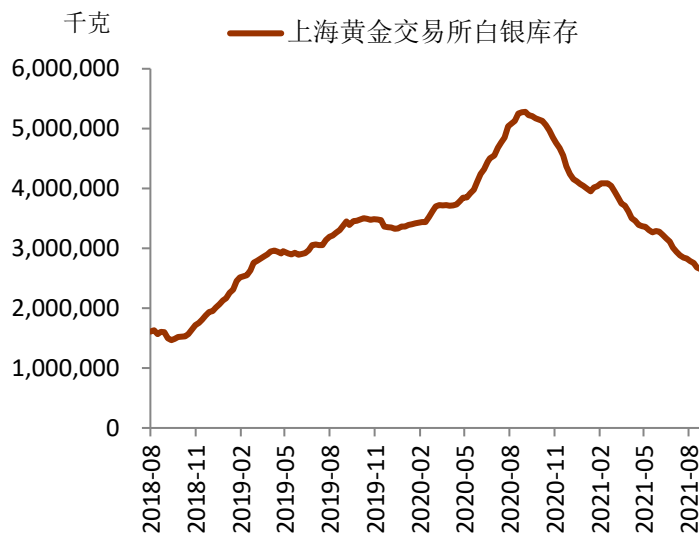


图表 21 COMEX 白银库存变化

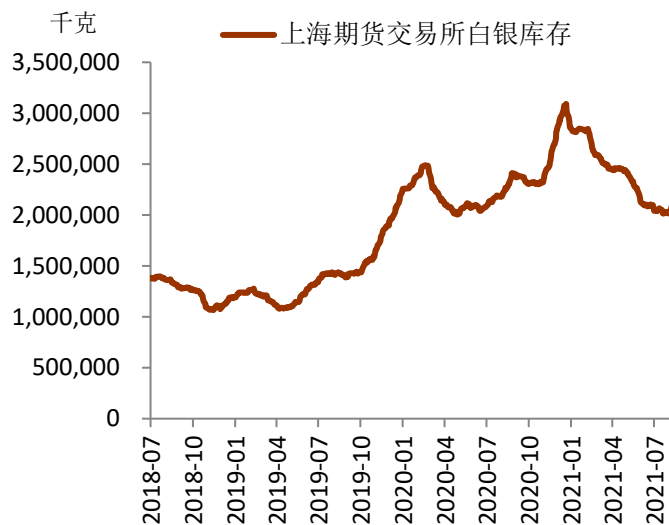


资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 22 上海黄金交易所白银库存变化



图表 23 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

5、金银 ETF 持仓分析

黄金价格在 2020 年 8 月初达到历史高位后持续回调，但黄金 ETF 的持续直到进入 2020 年 10 月才有所下降。近几个月都在持续缓慢下降，截至 2021 年 9 月 3 日，全球最大的黄金 ETF - SPDR Gold Trust 持金量下降至 1000 吨以下，为 998 吨。

白银 ETF 的投资需求在 2020 年大幅增加，在今年 1、2 月份也增加明显，之后五个月持续减少。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 17104 吨，比 2 月初超过 2.1 万吨的历史高位有明显下降，比上个月减少了 0.57%。银价在今年 6 月下旬开始持续下挫，投资资金持续流出白银。

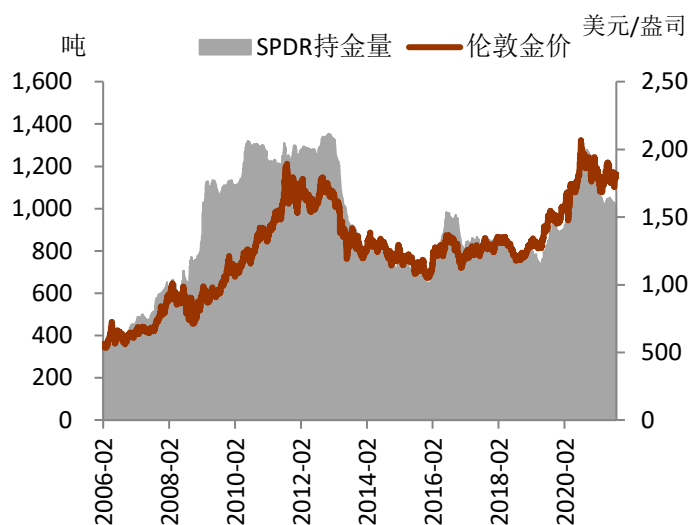
在当前疫情再度反弹的背景下，市场对今年全球经济顺利复苏的乐观预期持续修正，银价可能会继续走弱。

图表 24 贵金属 ETF 持仓变化

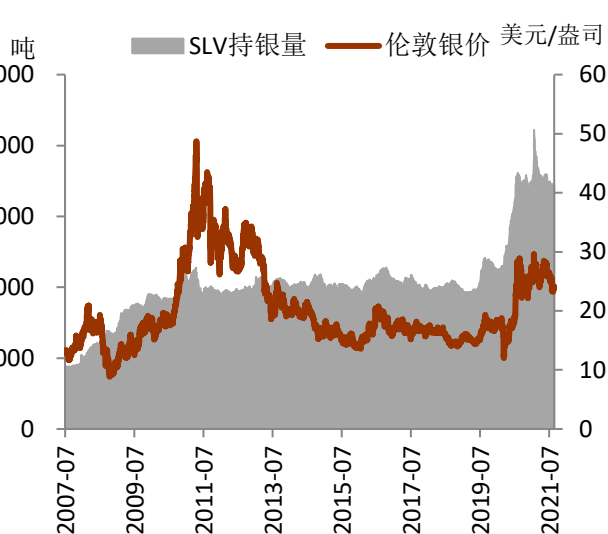
| 单位：吨 | 2021/9/3 | 2021/8/3 | 2020/9/3 | 较上月增减 | 环比变化 | 较全年增减 | 同比变化 |
|--------------|----------|----------|----------|--------|--------|---------|---------|
| SPDR 黄金持仓 | 998.52 | 1027.97 | 1250.04 | -29.45 | -2.86% | -251.52 | -25.19% |
| ishares 白银持仓 | 17103.92 | 17202.02 | 17680.16 | -98.10 | -0.57% | -576.24 | -3.37% |

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 25 黄金 ETF 持仓变化



图表 26 白银 ETF 持仓变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

6、CFTC 持仓变化

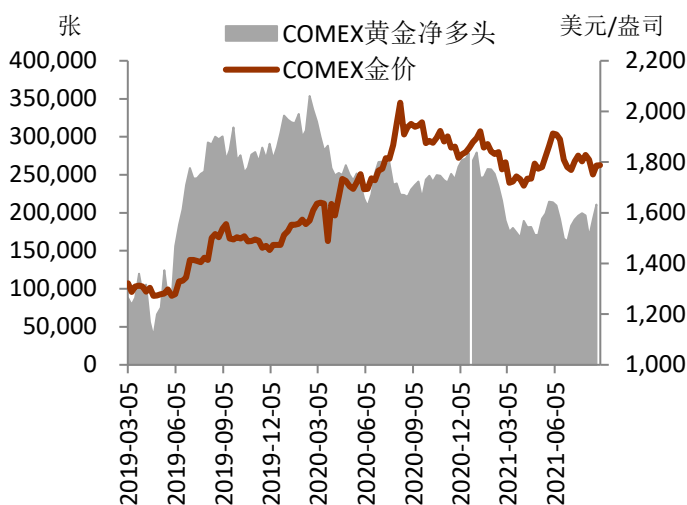
投机资金的动向影响着商品价格的短期走势。根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2021 年 8 月 30 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 216550 张，近两个月持续增加；而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 22331 张，在持续一个半月下降之后，近两个周才开始增加。这也是 7、8 月金价走势明显强于银价的直接原因。

图表 27 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

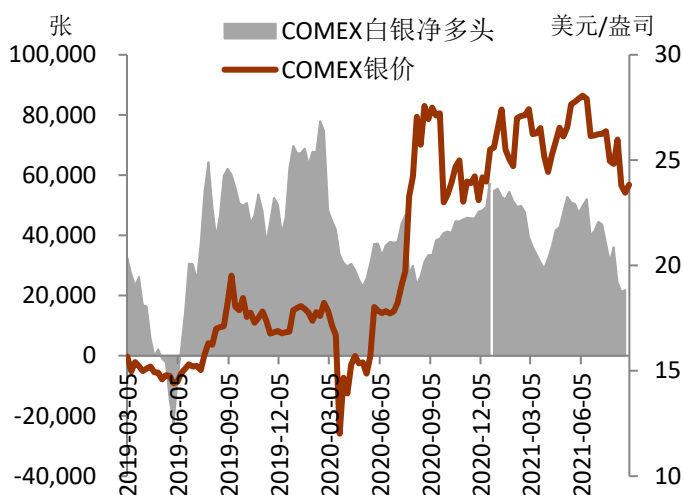
| 黄金期货 | 非商业性多头 | 非商业性空头 | 非商业性净多头 | 比上周变化 |
|------------|--------|--------|---------|-------|
| 2021-08-30 | 311004 | 94454 | 216550 | 5897 |
| 2021-08-24 | 299084 | 88431 | 210653 | 19111 |
| 2021-08-17 | 284437 | 92895 | 191542 | 23136 |
| 2021-08-10 | 277260 | 108854 | 168406 | |
| 白银期货 | 非商业性多头 | 非商业性空头 | 非商业性净多头 | 比上周变化 |
| 2021-08-30 | 62935 | 40604 | 22331 | 470 |
| 2021-08-24 | 63311 | 41450 | 21861 | 641 |
| 2021-08-17 | 63390 | 42170 | 21220 | -3254 |
| 2021-08-10 | 64379 | 39905 | 24474 | |

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 28 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 29 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略：

疫情反弹对美国就业市场修复的影响是决定美联储何时启动 taper 主要变数。在不及预期的美国 8 月非农就业数据公布之后，市场原本预期的美联储将在 9 月会议上宣布缩减 QE 时间表几无可能，大概率将推迟到今年 11 月或 12 月宣布。短期市场将继续消化美联储将推迟缩减货币宽松的预期，贵金属价格有望持续反弹。中期来看，美联储缩减 QE 的方向不变，贵金属中期走势依然面临调整压力。

预计 9 月份国际金价的主要波动区间将在 1750-1880 美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在 24-26 美元/盎司之间。

投资策略建议：金银逢高沽空

风险因素：德尔塔疫情的控制不及预期

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。