



2021年10月11日 星期一

联储Taper即将开启

金银走势继续承压

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

要点

- 虽然美国9月非农数据不及预期，但经济修复动力仍然强劲。预计美联储不会改变货币政策节奏，将在11月份初的会议上如期宣布缩减购债。Taper越行越近，支撑美元指数和美债收益率持续走高，压制贵金属价格。预计在Taper靴子落地之前，贵金属价格走势都会承压。但由于市场对美联储即将开启缩减QE的预期已经非常充分，所以贵金属下跌空间有限，预计金价难以跌破前期低点。
- 预计10月份国际金价的主要波动区间将在1680-1780美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在21-23.5美元/盎司之间。
- 投资策略建议：金银逢高沽空
- 风险因素：疫情再度扩散

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 9 月非农数据不及预期，不会影响美联储缩减 QE 节奏	5
2、欧元区经济复苏节奏放缓，9 月通胀创十三年新高	5
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

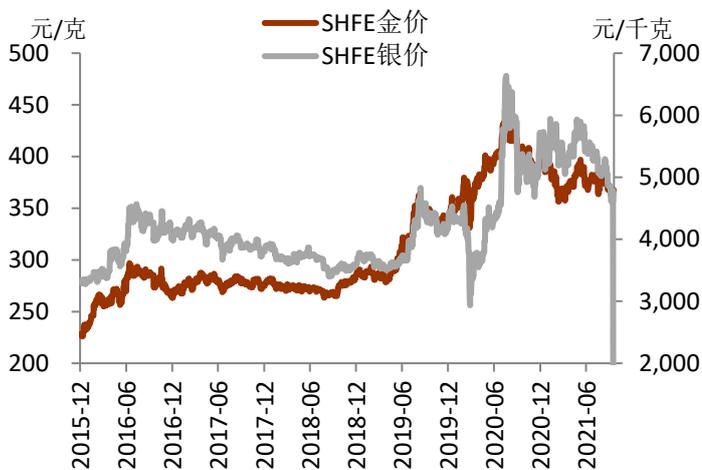
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 金价与美元指数走势变化	4
图表 4 金价与美债利率走势变化	4
图表 5 金价与 VIX 指数的变化	6
图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化	6
图表 7 主要经济体 GDP 增速变化	7
图表 8 美欧经济意外指数变化	7
图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化	7
图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化	7
图表 11 美国就业情况变化	7
图表 12 主要经济体 CPI 变化	7
图表 13 COMEX 金银比价变化	8
图表 14 沪期金银比价变化	8
图表 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

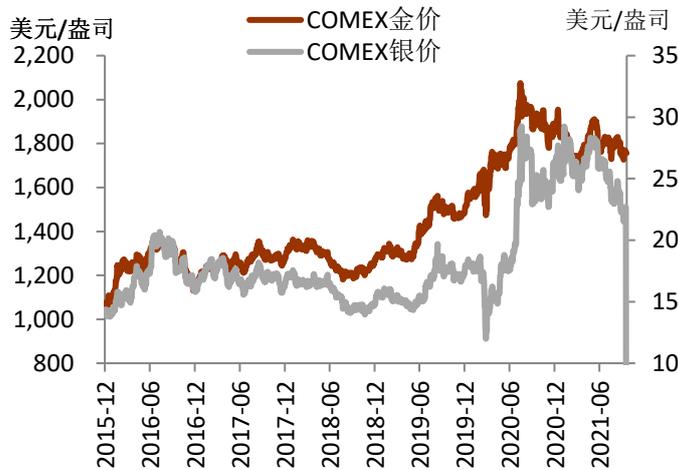
9月贵金属的价格重心持续下移。国际金价仅在不及预期的8月非农就业数据公布之后有所反弹，在美联储官员一再表示很快将开启缩减购债规模的言论下，美元指数和美债收益率纷纷抬升，压制金价持续下跌至1730美元/盎司下方。国际银价在9月29日大幅下跌至21.4美元/盎司一线，而后有所反弹。

进入10月，贵金属价格窄幅震荡。备受市场关注的美国9月新增非农就业数据不及，贵金属盘中呈现冲高回落走势。整体而言，贵金属价格仍处于下行趋势之中。

图表1 近5年 SHFE 金银价格走势

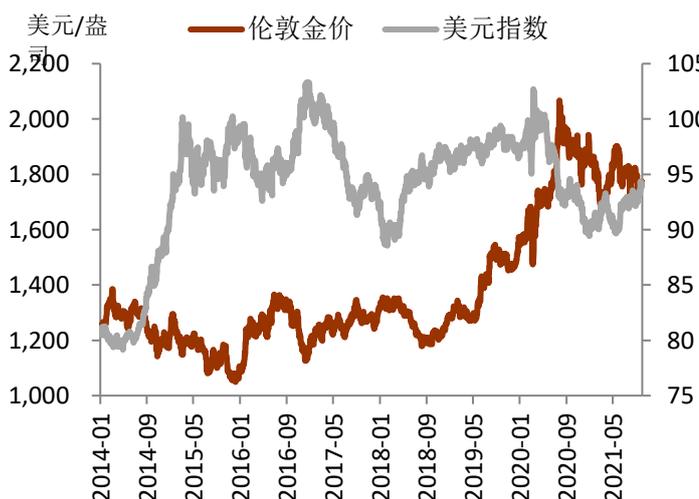


图表2 近5年 COMEX 金银价格走势



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

虽然新冠变异病毒德尔塔毒株的加速传播造成疫情反弹，但美国经济数据整体向好，支撑美联储缩 QE 的预期，提振美元指数持续走强，美债收益率走高，并自 6 月份以来首次突破 1.6%。再加上美国政府暂时避免债务违约，国际局势改善打压市场避险情绪，贵金属走势较弱。

1、美国 9 月非农数据不及预期，不会影响美联储缩减 QE 节奏

美国大部分经济数据都相对乐观，而且好于市场预期。9 月美国 ISM 制造业 PMI 较上月上升 1.2 至 61.1，9 月 ISM 非制造业活动指数从 8 月的 61.7 小幅升至 61.9，均超越前值，经济修复动力仍然强劲。美国 8 月个人支出环比增长 0.8%，高于预期增长 0.6%。美国 8 月贸易逆差走扩，环比上涨 4.2%，创历史新高。在供应瓶颈持续的背景下，美国国内需求仍旺，贸易逆差也进一步扩大，四季度美国经济增速虽大概率回落带动逆差收窄，但其短期经济景气度仍很高。

尽管新冠疫情扰动经济顺利复苏，但 9 月份企业招聘依然活跃。最新美国劳工部公布的数据显示：截至 10 月 2 日当周，初请失业金人数 32.6 万人，较前一周减少 3.8 万人，好于市场预期。截至 9 月 25 日当周的持续申领失业救济人数减少至 270 万人。上周美国初请失业金人数为三个月来的最大降幅，这表明在这波病毒感染开始消退之际，劳动力市场复苏在经历了近期的放缓后正在恢复动能。

但 9 月份美国新增非农就业人数 19.4 万，远低于市场预期的 50 万，并创今年以来最低纪录，再次与“小非农”ADP 就业数据背离，政府部门新增非农就业较前值大幅回落或为主要拖累。但 8 月数据上修至增长 36.6 万，9 月失业率降至 4.8%，9 月平均时薪大幅增长同比 4.6%。我们认为，9 月新增非农就业疲弱大概率是暂时的。一方面变异毒株蔓延导致的感染病例激增，再次致使居民活动受到限制，影响劳动力供给，高职位空缺率表明美国企业在招工方面仍面临困境，也反映了劳动力需求增强。另一方面，9 月以后疫情补贴与失业救济逐步退出，劳动者就业意愿会提升，有望释放更大的就业复苏动能。

9 月失业率降低且薪资增长加速，这些因素支持市场预期美联储会对通胀压力做出回应。预计美联储决策者可能不会对 9 月份疲软的非农就业数据太过在意，不会改变缩减 QE 的节奏，大概率会在 11 月 2-3 日的货币政策会议上迈出缩减 QE 的第一步。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、欧元区经济复苏节奏放缓，9 月通胀创十三年新高

近期欧洲经济整体复苏节奏放缓。8 月欧元区 Markit 综合 PMI 指数为 56.2，较上月下

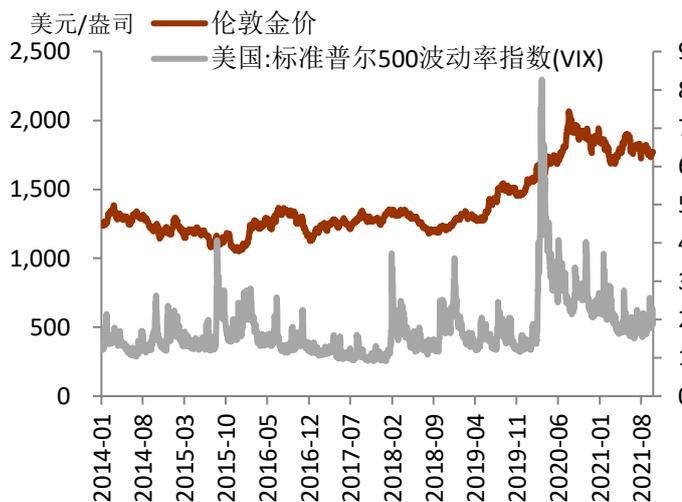
降 2.8，呈加速下降态势。8 月零售销售环比增长 0.3%，不及预期值 0.8%，同比增长 0.0%，较前值 3.1% 明显回落。

欧元区通胀压力显著上升。9 月欧元区 HICP（调和 CPI）同比上涨 3.4%，大幅超过 2% 的“对称通胀目标”，核心 HICP 同比也上涨 1.9%，均达到近 13 年以来新高。欧元区 9 月消费者物价指数大幅上升，欧元区 8 月 PPI 同比增速再创新高，环比回落，能源价格上行及供给瓶颈对欧元区生产制造成本的影响逐步显现。

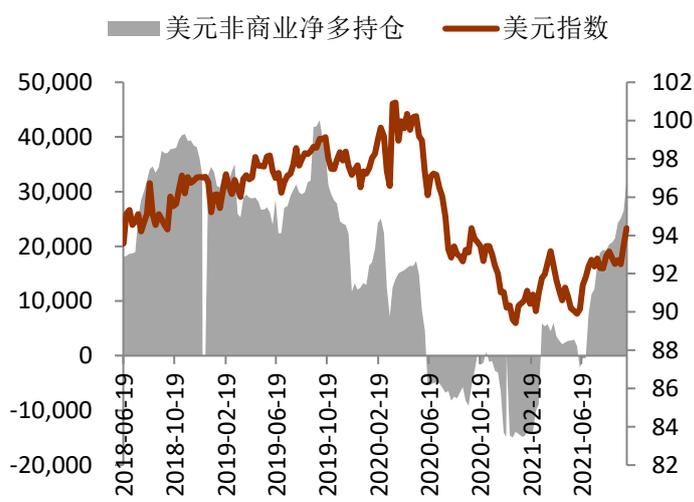
在 9 月 28 日举行的欧洲央行论坛上，欧央行行长拉加德表示“现在看到的主要是与重新开放相关的暂时性通胀”，再度重申“通胀是暂时的”的观点。考虑到当前石油、天然气等能源价格尚未见顶，年内欧元区 HICP 有可能突破 4%。欧元区通胀高于 2% 的情况至少还要持续半年的时间，在明年一季度后才会由于基数作用而走低。

当前欧元区的高通胀不会对欧央行的货币政策产生影响。有“欧债危机”的教训在先，在新货币政策框架的指引下，即使短时间内通胀高企，欧央行也比美联储更有定力，并不会过快收紧政策。且欧元区经济复苏放缓也给予了欧央行一个忍受“暂时性”通胀的理由，其货币政策也将不会过快转向。

图表 5 金价与 VIX 指数的变化

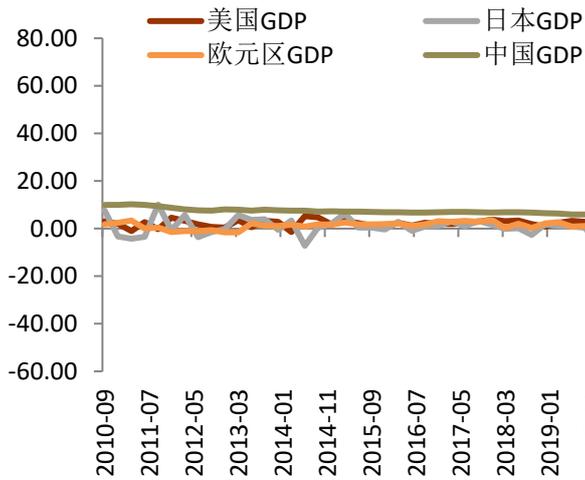


图表 6 美元指数与美元指数净持仓变化

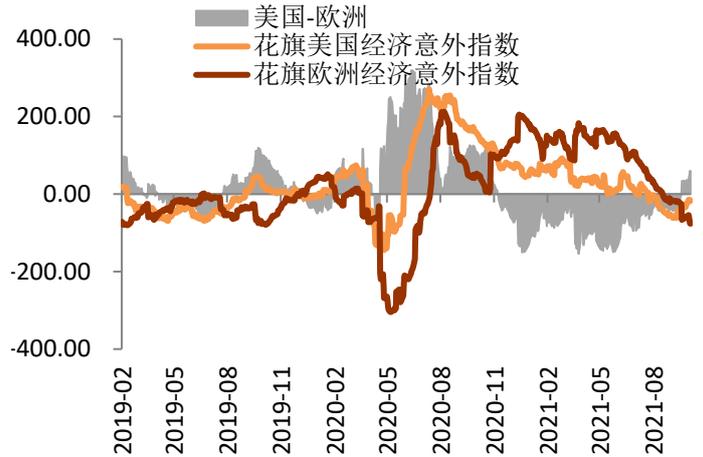


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 主要经济体 GDP 增速变化

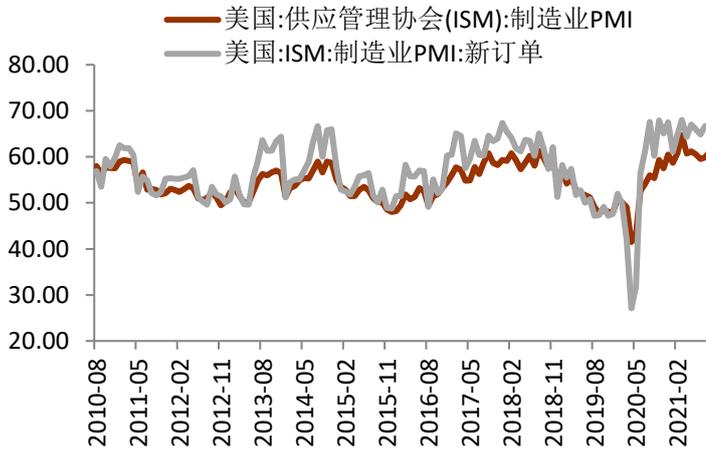


图表 8 美欧经济意外指数变化

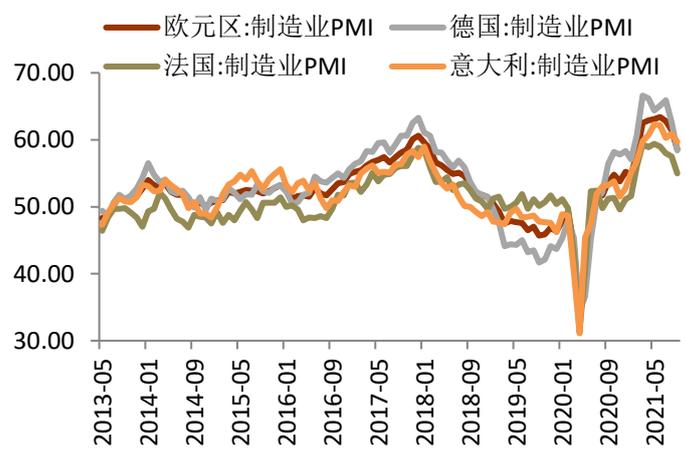


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

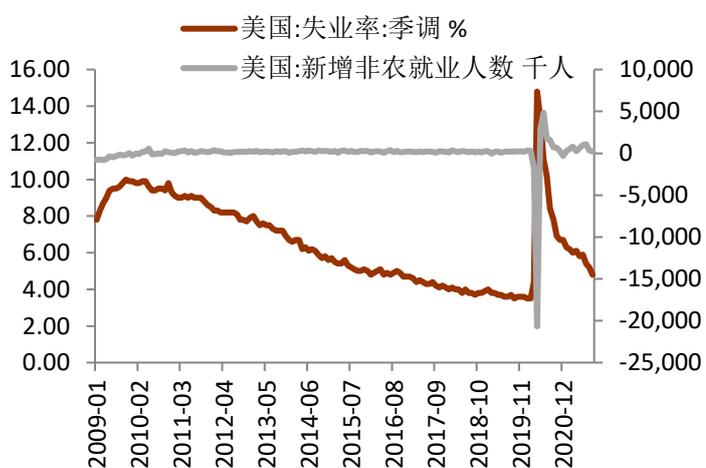


图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化

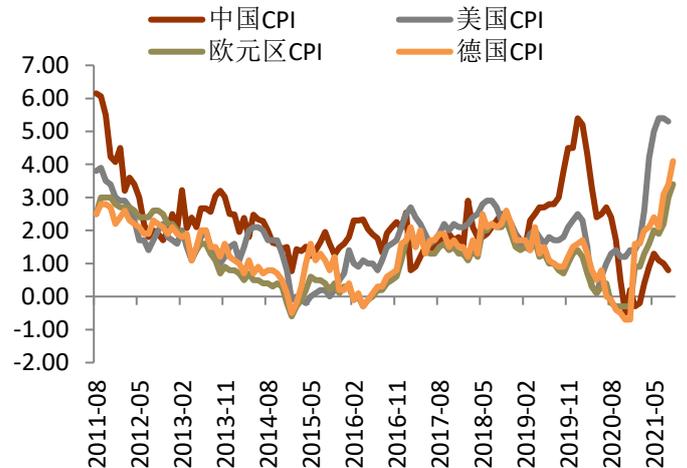


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 11 美国就业情况变化



图表 12 主要经济体 CPI 变化



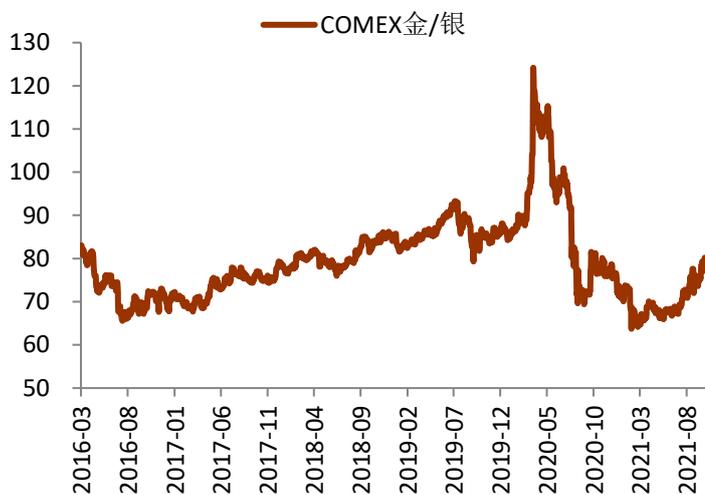
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

三、市场结构及资金流向分析

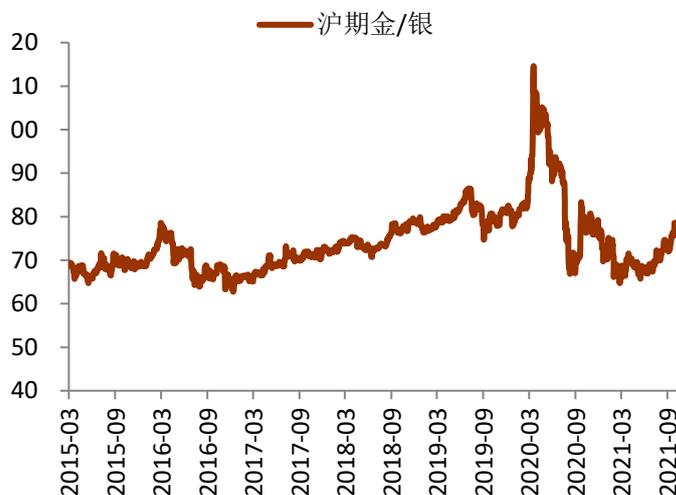
1、金银比价变化

金强银弱的格局在 9 月持续呈现，COMEX 金银比价从 8 月底的 75 一线上涨至最高 80 一线。在疫情再度扩散的背景下，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，金银价格走势的分化持续。

图表 13 COMEX 金银比价变化



图表 14 沪期金银比价变化



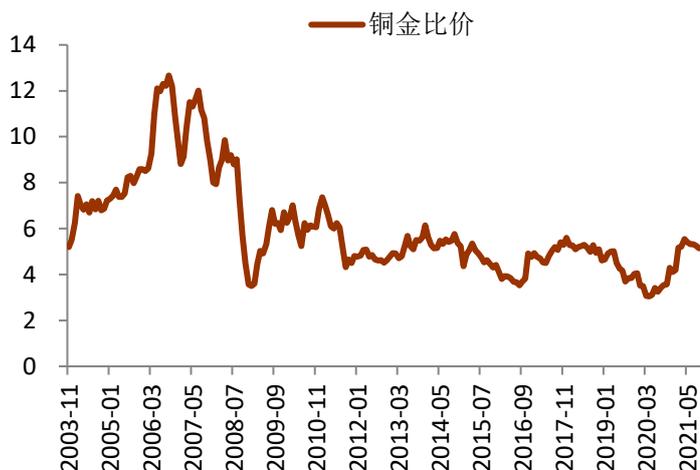
资料来源：Wind，铜冠金源期货

2、铜金比价变化

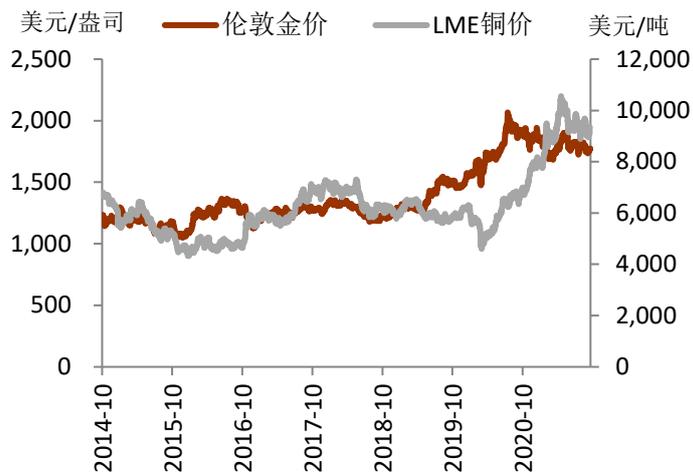
9 月铜价和金价的整体波动幅度不大，铜金比价在 5.0-5.4 之间窄幅波动。铜价/黄金价格的比价在一定程度上可以理解为剔除通胀因素和金融属性之后的铜的价格变化。与历史 3-12.2 波动区间相比，当前铜金比价仍处于相对较低的位置。

当前铜处于季节性消费旺季，消费旺季不旺与供应端的干扰同时存在，制约了铜价的波动区间。当前美联储缩减 QE 的步伐越来越近，美元指数保持强势运行，同时施压铜价和金价。预计铜金比价仍将处于低位震荡。

图表 15 铜金比价变化



图表 16 金价与铜价走势对比



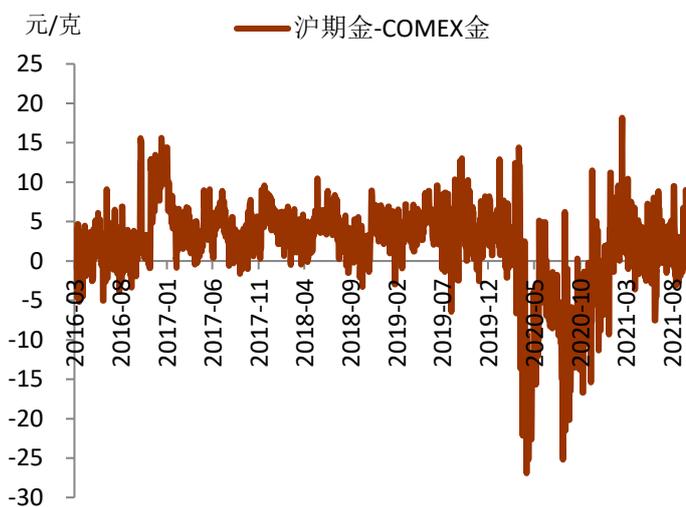
资料来源：Wind，铜冠金源期货

3、期现及跨期价差变化

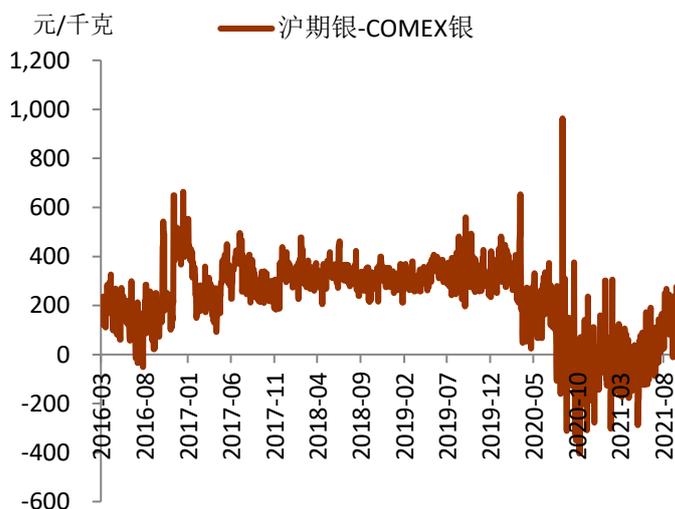
进入 9 月，在美联储即将开启缩减 QE 预期下，美元指数持续走强，人民币兑美元汇率略有升值，整体波动不大。国内黄金期货和现货之间的价差维持处于正常波动区间。

内盘金价对外盘出现过几次小幅贴水，节后恢复到正常的升水状态。而内盘银价对外盘银价升水一度扩大，近期也出现回归。

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 10 月 8 日，COMEX 黄金期货的库存有 3392 万盎司，合计约 1055 吨，比上个月的库存减少 0.71%，比去年同期减少 8.8%。

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 10 月 8 日，COMEX 白银库存有约 3.6 亿盎司，合计约 11194 吨，比上月减少 0.61%，比去年同期减少 5.44%。

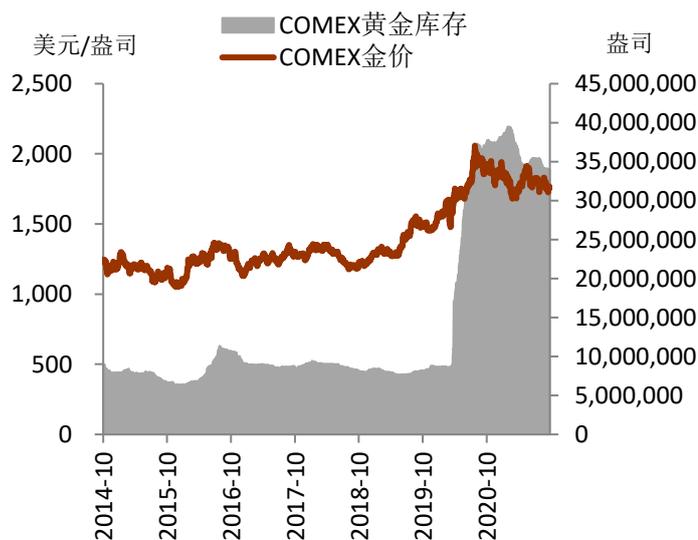
国内两大交易所的白银库存也持续下降。当前上海黄金交易所的白银库存从 2020 年 9 月初 5280 吨的历史高点大幅降低至当前的 2545 吨。上海期货交易所的库存也从今年 1 月份 2848 吨的高点回落 8 月的低点 2015 吨，目前库存为 2104 吨。目前国内两大交易所的白银库存从合计 7000 吨以上的高位大幅下降至 4650 吨的水平。

图表 19 COMEX 贵金属库存变化

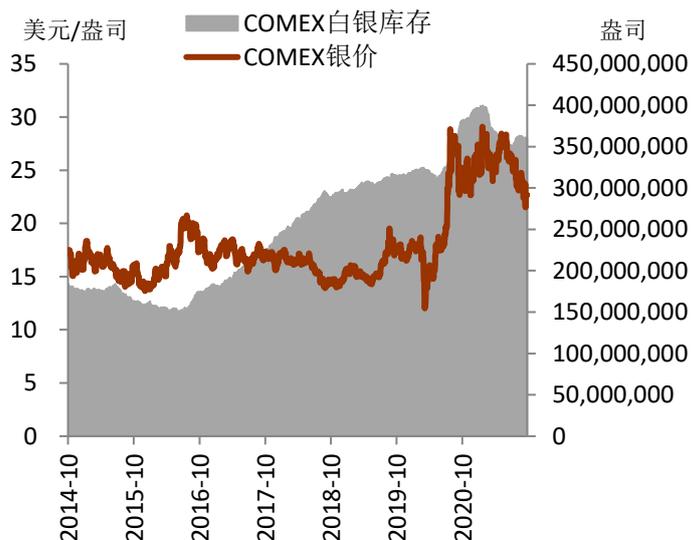
	2021/10/8	2021/9/6	2020/10/7	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	33928144	34171275	37203232	-243131	-0.71%	-3275088	-8.80%
白银(千盎司)	359909686	362120047	380599633	-2210361	-0.61%	-20689947	-5.44%

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 20 COMEX 黄金库存变化

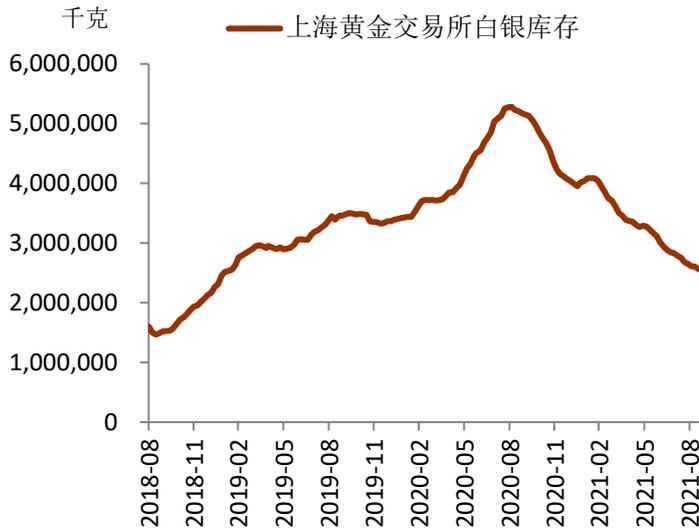


图表 21 COMEX 白银库存变化



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 10 月 8 日,全球最大的黄金 ETF - SPDR Gold Trust 持金量下降至 985 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,之后几个月持续减少。特别是银价在今年 6 月下旬开始持续下挫,投资资金在明显流出白银。目前全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持有量 17073 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 33 吨。

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

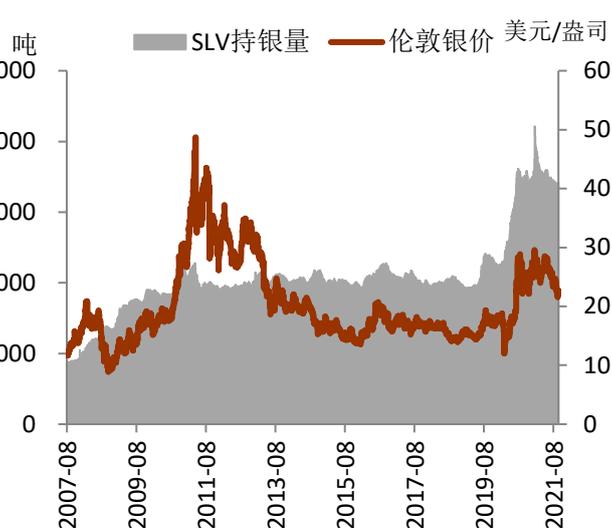
单位: 吨	2021/10/8	2021/10/1	2021/9/7	2020/10/8	较上周增 减	较上月增 减	较去年增 减
SPDR 黄金 持仓	985.05	986.54	998.52	1271.52	-1.49	-13.47	-286.47
ishares 白银 持仓	17073.42	17089.46	17040.54	17426.15	-16.04	32.88	-352.73

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

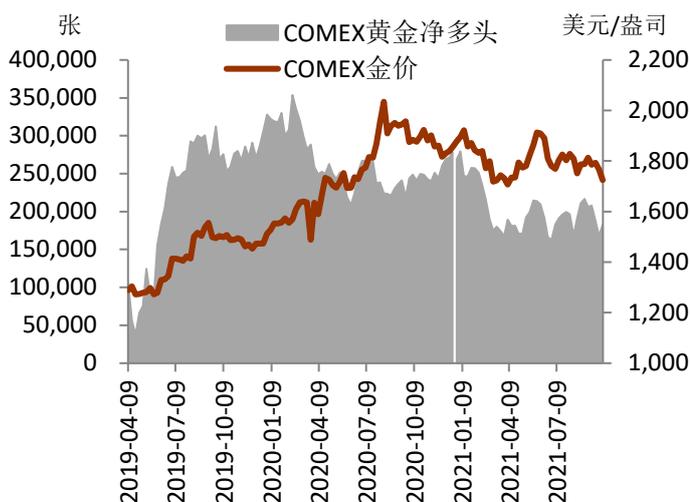
投机资金的动向影响着商品价格的短期走势。根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2021 年 10 月 5 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 182582 张，在前两个月持续增加后，近一个月出现减少；而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 16379 张，近三个月都在持续减少。这也是近几个月银价走势明显弱于金价的原因。

图表 27 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

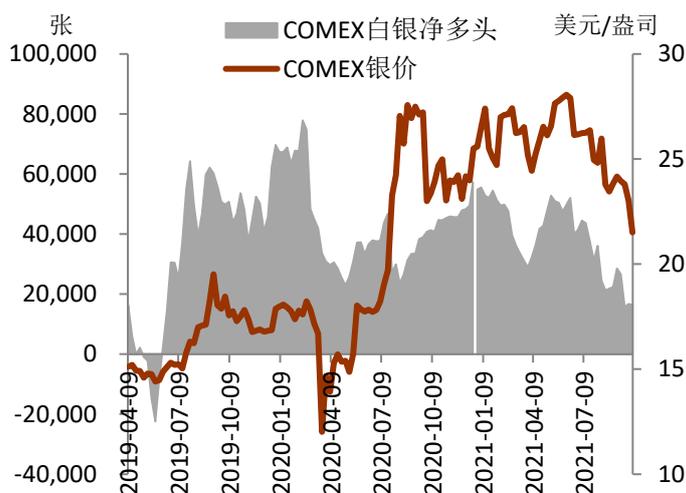
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2021-10-05	295939	113357	182582	14183
2021-09-28	293814	125415	168399	-19248
2021-09-21	296670	109023	187647	-20113
2021-09-14	306988	99228	207760	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2021-10-05	63957	47578	16379	-326
2021-09-28	64490	47785	16705	1070
2021-09-21	66708	51073	15635	-11041
2021-09-14	64827	38151	26676	

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：

虽然美国 9 月非农数据不及预期，但经济修复动力仍然强劲。预计美联储不会改变货币政策节奏，将在 11 月份初的议息会议上如期宣布缩减购债。Taper 越行越近，支撑美元指数和美债收益率持续走高，压制贵金属价格。预计在 Taper 靴子落地之前，贵金属价格走势都会承压。但由于市场对美联储即将开启缩减 QE 的预期已经非常充分，所以贵金属下跌空间有限，预计金价难以跌破前期低点。

预计 10 月份国际金价的主要波动区间将在 1680-1780 美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在 21-23.5 美元/盎司之间。

投资策略建议：金银逢高沽空

风险因素：疫情再度扩散

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。