

# 研究报告

## 专题报告—贵金属

### 对四季度贵金属价格走势不必悲观

广州期货 研究中心

联系电话：020-22139858

摘要：

2021年第三季度金价整体呈现出宽幅震荡格局，经过第一季度深度调整以及第二季度的反弹以后，第三季度金价已较为充分的反映了美联储四季度开始进行Taper以及远端加息的预期。同时，2021年第三季度银价破位下跌，整体表现明显弱于黄金，且由于白银价格向下弹性大于黄金，三季度金银比向上修复。

四季度贵金属行情将如何展开？我们认为对四季度贵金属价格走势不必悲观，建议借Taper落地之际逢低布局四季度贵金属价格反弹机会。总体而言，未来贵金属将围绕美联储货币政策变化以及美国经济滞胀预期两条主线进行博弈。

首先，美联储上轮Taper的历史经验表明：Taper预期落地后，由于短期内贵金属价格利空出尽，价格出现反弹的概率较大。单从金价表现来看，三季度金价宽幅震荡的走势已经对美联储四季度将要落地的Taper有了较为充分的反映。11月FOMC会议上Taper计划落地的概率较大，金价迎来反弹窗口的可能性不小。

其次，受新冠疫情影响，全球制造业产业链受到严重冲击，目前仍未恢复到疫情前水平。对于美国这种严重依赖全球产业链的国家而言，四季度乃至22年一季度，美国通胀水平维持高位的可能性较大。与此同时，随着美联储开始边际收紧货币政策，叠加财政补贴政策的退出，四季度和22年上半年美国经济增长放缓风险较大，经济存在陷入滞胀的可能。滞胀周期内现金为王，贵金属多头因金银的货币属性亦获得支撑。

尽管如此，贵金属市场资金面表明，中长期配置资金对贵金属看多的意愿仍较弱。今年以来，全球最大的黄金ETF（SPDR）及白银ETF（SLV）的持仓整体均逆势下滑。我们认为进入四季度之后，配置资金对于贵金属的兴趣或将逐步提升，建议关注贵金属资金变动所反映出的行情转向信号。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

#### 联系信息

李代

期货从业资格：F03086605

投资咨询资格：Z0016791

邮箱：li.dai@gzf2010.com.cn

胡岸

期货从业资格：F03086901

投资咨询资格：Z0016570

邮箱：hu.an@gzf2010.com.cn

#### 沪金主力合约走势



#### 沪银主力合约走势



#### 相关报告

广州期货期市博览-贵金属-Taper落地临近，贵金属价格反弹后料将回落-202109

广州期货期市博览-贵金属-关注8月非农数据，金价趋势性上涨仍需凝聚共识-202108

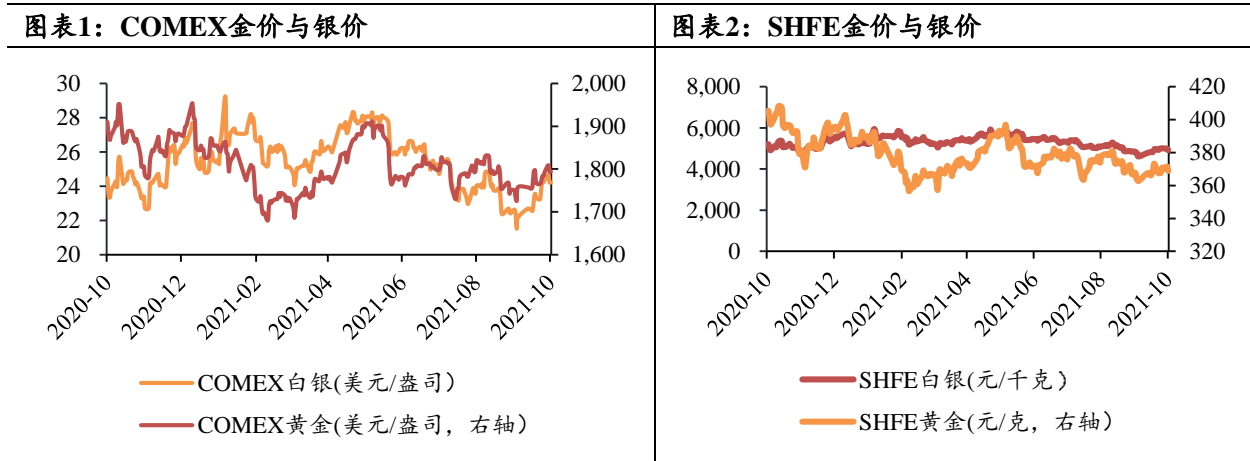
广州期货期市博览-贵金属-8月金价或维持温和上行，银价波动加大-202107

## 目录

一、三季度金价宽幅震荡，消化 Taper 预期.....	1
二、四季度贵金属或迎来做多机会.....	1
(一) 回顾历史，利空落地后贵金属或迎来反弹窗口.....	1
(二) 美国经济滞胀隐现，贵金属多头重获支撑.....	2
(三) 配置资金较为谨慎，持续关注行情转向信号.....	3
(四) 四季度不必悲观，逢低布局贵金属反弹机会.....	4
免责声明.....	5
研究中心简介.....	5
广州期货业务单元一览.....	6

## 一、三季度金价宽幅震荡，消化Taper预期

2021年第三季度金价整体呈现出宽幅震荡格局，COMEX黄金期货价格累计小幅下跌0.80%，沪金期货主力合约累计下跌1.26%。经过第一季度深度调整以及第二季度的反弹以后，第三季度金价已较为充分的反映了美联储四季度开始进行Taper以及远端加息的预期。



数据来源: Wind、广州期货研究中心

此外，2021年第三季度银价破位下跌。COMEX白银期货价格累计下跌15.38%，沪银期货主力合约价格累计下跌14.04%。白银三季度整体表现明显弱于黄金，一方面白银价格弹性更大，在美联储货币政策边际收紧预期下，银价跌幅大于金价；另一方面，白银工业属性较强，在全球经济修复增速见顶之后，三季度原油、铜等工业大宗商品整体表现一般，银价缺乏向上动力。且由于白银价格向下弹性大于黄金，三季度金银比向上修复。

## 二、四季度贵金属或迎来做多机会

四季度贵金属行情将如何展开？我们认为对四季度贵金属价格走势不必悲观，建议借Taper落地之际逢低布局四季度贵金属价格反弹机会。整体而言，未来贵金属将围绕美联储货币政策转向以及美国经济滞胀预期两条主线进行博弈。

### (一) 回顾历史，利空落地后贵金属或迎来反弹窗口

货币政策转向的进程之中，贵金属价格将如何变化？美联储上轮Taper的经验表明：Taper预期落地后，由于短期内贵金属价格利空出尽，价格出现反弹的概率较大。随着Taper由预期转为事实，美联储上轮Taper进程中贵金属价格走出包含“下跌—反弹—下跌”三个阶段的震荡行情。

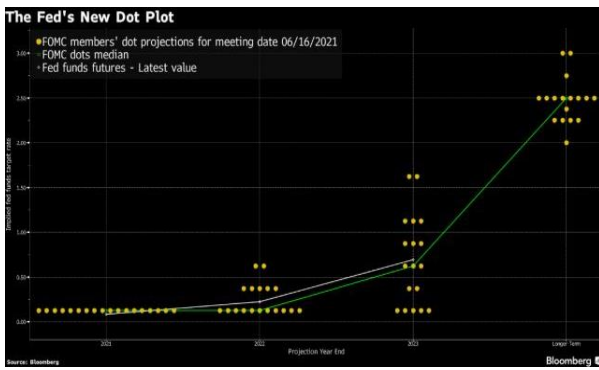
第一阶段，美联储官员发表关于Taper的声明后，市场形成货币流动性即将收紧的预期。贵金属受此影响趋势性下跌。2013年5月22日，时任美联储主席伯南克在国会听证会上首次提及未来将缩减QE3购买规模，引发市场动荡。2013年5月至同年年末，美十债收益率大幅上涨，贵金属震荡下行。

第二阶段，美联储缩量操作正式开启，货币政策转向成为既定事实。此时流动性收紧的利空落地，贵金属走出一轮阶段性反弹。在2013年12月18日的FOMC会议上，美联储正式宣布Taper开始。此后在2014年1-3月期

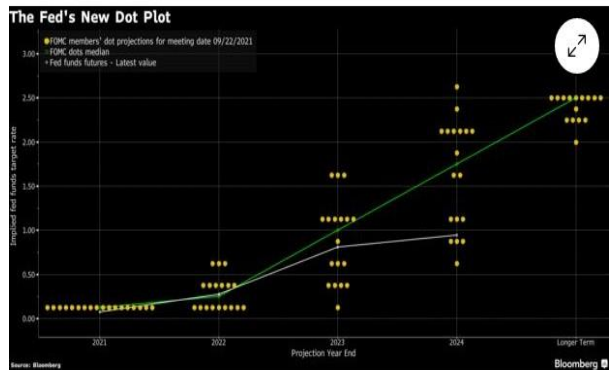
间，美十债收益率回落，贵金属价格触底回升。

第三阶段，随着美联储缩量操作持续进行，市场逐步开始围绕美联储即将加息的预期进行交易。此过程中，贵金属价格开启新一轮趋势性下跌。从2014年4月开始，贵金属在长达一年半的时间里维持趋势性下行。

图表3：美联储6月议息会议点阵图



图表4：美联储9月议息会议点阵图



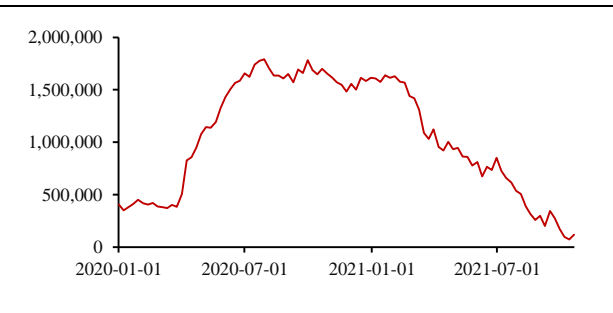
数据来源：Bloomberg、广州期货研究中心

我们认为，当前的贵金属行情处于上述第一阶段的末期。与上轮Taper不同的是，今年以来美联储已多次释放关于Taper的信号，市场对货币政策即将收紧的预期较为充分。我们预计本轮Taper对市场的冲击将弱于2013年时期。美联储认为三季度Delta疫情的反弹对美国短期内的经济增速存在负面影响，但整体而言现阶段疫情好转、经济维持复苏趋势、就业市场恢复潜力较大，美联储减量开启的条件基本满足。从政治的角度考虑，美联储仍需为明年中期选举预留政策空间，因此其大概率将选择于年内释放Taper风险。单从金价表现来看，三季度金价宽幅震荡的走势已经对美联储四季度将要落地的Taper有了较为充分的反映。11月FOMC会议上Taper计划落地的概率较大，金价迎来反弹窗口的可能性不小。

图表5：美国本轮财政刺激法案汇总

发布时间	美国财政刺激法案名称	涉及金额
2020.3.6	《冠状病毒准备和响应补充拨款法》	83 亿美元
2020.3.18	《家庭首次冠状病毒应对法》	1920 亿美元
2020.3.27	《冠状病毒援助，救济和经济安全法》	2.2 万亿美元
2020.4.24	《薪资保护计划和医疗保健增强法》	4830 亿美元
2020.12.27	《新冠疫情救济法》	8680 亿美元
2021.3.12	《美国救助计划》	1.9 万亿美元

图表6：美国财政部一般账户余额(百万美元)



数据来源：Wind、公开信息整理、广州期货研究中心

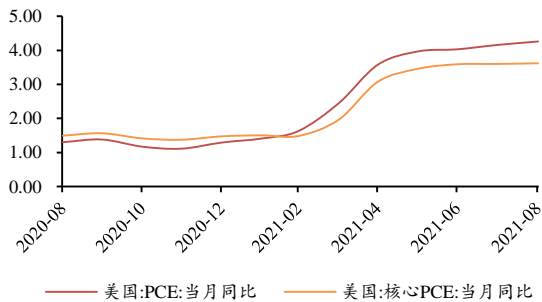
## （二）美国经济滞胀隐现，贵金属多头重获支撑

其次，美国经济滞胀危机隐现，这将提振贵金属的超配需求。我们从通胀水平和经济增长两方面考虑。

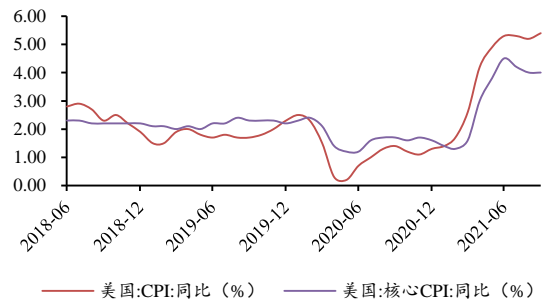
从关键通胀数据表现来看，三季度以来美国通胀居高不下：三季度美国PCE物价指数持续走高，核心PCE同比亦高位运行；食品价格、油价上行推动美国CPI同比向上，房租增长形成显著支撑；供应链紧缩、原材料价格上涨、劳动力短缺，三季度美国PPI持续上行。受新冠疫情影响，全球制造业产业链受到严重冲击，目前仍未恢复到疫情前水平。对于美国这种

严重依赖全球产业链的国家而言，四季度乃至22年一季度，美国通胀水平维持高位的可能性较大。

图表7：美国PCE及核心PCE(%)



图表8：美国CPI及核心CPI(%)

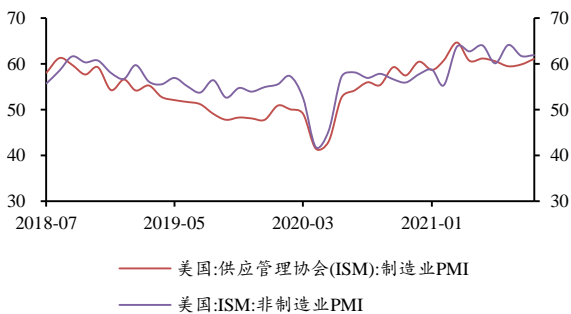


数据来源：Wind、广州期货研究中心

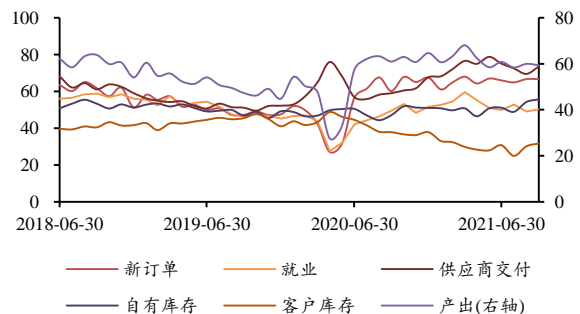
从经济表现来看，美国经济复苏有放缓迹象。美国8月制造业未完成订单增速涨至14.7%，为五年内新高。美国制造业PMI一季度见顶，二三季度高位震荡，四季度或面临放缓风险。从分项来看，供应链问题持续对美国制造业复苏形成冲击：三季度PMI产出指标降至年内低位；订单数及供应商交付时间维持高位；自有库存及客户库存累积。8月新订单及产出指数上升而就业指数超预期下降，体现劳动力供应较为紧张，美国面临结构性失业导致的就业增长缓慢问题。随着美联储开始边际收紧货币政策，叠加财政补贴政策退出，四季度和22年上半年美国经济增长放缓风险较大。

通胀居高不下，经济复苏呈现放缓迹象，美国经济存在陷入滞胀的可能。滞胀周期内现金为王，贵金属多头因金银的货币属性亦获得支撑。

图表9：美国ISM制造业及非制造业PMI



图表10：美国ISM制造业PMI分项

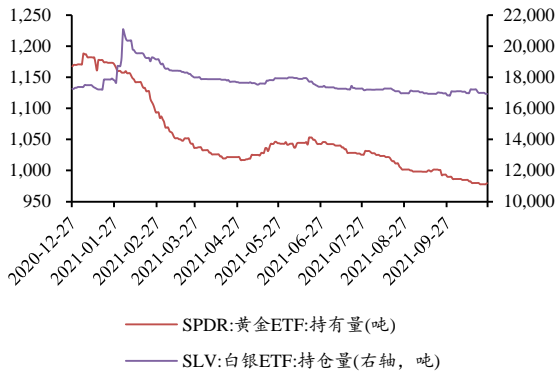


数据来源：Wind、广州期货研究中心

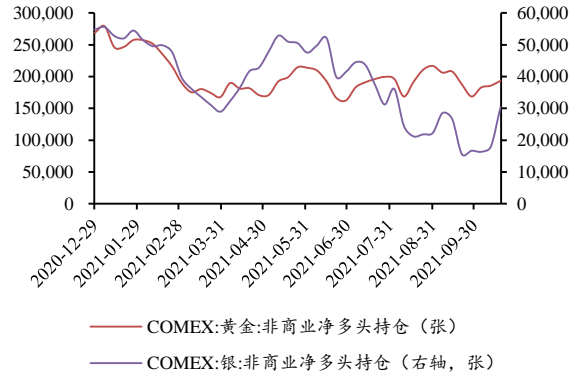
### （三）配置资金较为谨慎，持续关注行情转向信号

尽管如此，中长期配置资金以及短期投机性资金对贵金属看多的意愿均仍较为微弱。贵金属ETF的持仓情况反映了中长期配置资金对于贵金属基本面的解读。今年以来，全球最大的黄金ETF(SPDR)及白银ETF(SLV)的持仓整体均呈现逆势下滑。在美联储货币政策收紧的压力下，贵金属市场配置型资金整体维持相对谨慎。ETF持仓变化是贵金属中长期价格走势的领先指标。我们认为进入四季度之后，配置资金对于贵金属的兴趣或将逐步提升，建议关注贵金属资金变动所反映的行情转向信号。

图表11: 全球最大黄金ETF、白银ETF持仓



图表12: COMEX黄金、白银非商业净多头持仓



数据来源: Wind、广州期货研究中心

#### (四) 四季度不必悲观, 逢低布局贵金属反弹机会

全球Delta新增病例触顶回落后, 疫情已不再是四季度市场的主要影响因素。短期内美国通胀大概率维持高位运行, 这使得市场对于美国经济可能陷入滞胀的风险保持担忧。经济滞胀的预期一定程度上对贵金属价格形成提振。随着美国货币政策正常化进程的推动, 贵金属的利空因素可能将逐步转弱, 最终在美联储宣布开启Taper之后正式落地。基于以上考虑我们认为, 四季度内贵金属或将迎来反弹窗口, 后续建议借Taper落地之际逢低布局四季度贵金属价格反弹机会。

此外, 在2022年面临加息的预期之下, 贵金属价格中期(6个月-1年)调整格局仍未结束。那么, 贵金属在远端是否仍有趋势性上涨的机会呢? 我们认为, 贵金属趋势上涨行情的开启, 需要满足美国经济再度转弱、美联储货币政策再度转松的两个条件。在此之前, 中期贵金属行情受加息预期压制, 料将维持震荡偏空运行。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

## 研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的核心价值观和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及全球的衍生品投资者。

研究中心下设综合部、农产品研究部、金属研究部、化工能源研究部、金融衍生品研究部、创新研究部等六个二级部门，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视电台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

### 研究中心联系方式

金融衍生品研究部：(020) 22139858

金属研究部：(020) 22139817

化工能源研究部：(020) 23382623

创新研究部：(020) 22139858

农产品研究部：(020) 22139813

综合部：(020) 22139817

办公地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼10楼

邮政编码：510623

## 广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

### 广州期货主要业务单元联系方式

<b>成都营业部</b>	<b>佛山南海营业部</b>	<b>清远营业部</b>	<b>上海陆家嘴营业部</b>
联系方式：028-86528580 办公地址：成都市高新区交子大道 88 号 2 栋 5 层 507 号	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市南海区桂城街道海五路 28 号华南国际金融中心 2 幢 2301 房	联系电话：0763-3882201 办公地址：清远市清城区人民四路 36 号美吉特华南装饰商贸中心永泰中心 5 层(19-23A 号)	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路 899 号 1201-1202 室
<b>北京分公司</b>	<b>深圳营业部</b>	<b>长沙营业部</b>	<b>东莞营业部</b>
联系电话：010-68525389 办公地址：北京市西城区月坛南街 59 号 5 层 501-1、501-26、501-27	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A 座 704A、705	联系电话：0731-82898516 办公地址：湖南省长沙市芙蓉区五一大道 618 号银华大酒店 18 楼 1801	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路 2 号粤丰大厦办公 1501B
<b>广州体育中心营业部</b>	<b>杭州城星路营业部</b>	<b>天津营业部</b>	<b>郑州营业部</b>
联系电话：020-28180338 办公地址：广州市天河区体育东路 136,138 号 17 层 02 房、17 层 03 房自编 A	联系电话：0571-89809632 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路 111 号钱江国际时代广场 2 幢 1301 室	联系电话：022-87560710 办公地址：天津市南开区长江道与南开三马路交口融汇广场 2-1-1604、1605、1606	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路 80 号 1 号楼 2 单元 23 层 2301 号
<b>湖北分公司</b>	<b>苏州营业部</b>	<b>山东分公司</b>	<b>肇庆营业部</b>
联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼 14 层 1401-9 号	联系电话：0512-69883586 办公地址：中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场 58 幢苏州中心广场办公楼 A 座 07 层 07 号	联系电话：0531-85181099 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街 150 号中信广场主楼七层 703、705 室	联系电话：0758-2270760 办公地址：广东省肇庆市端州区星湖大道六路 36 号大唐盛世第一幢首层 04A
<b>广东金融高新区分公司</b>	<b>青岛分公司</b>	<b>四川分公司</b>	<b>上海分公司</b>
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路 28 号华南国际金融中心 2 幢 2302 房	联系电话：0532-88697836 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 6 号农商财富大厦 8 层 801 室	联系电话：028-86282772 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路 4 段 12 号 6 栋 802 号	联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路 69 号 1 幢 12 层（电梯楼层 15 层）03 室
<b>总部金融发展部</b>	<b>总部机构发展部</b>	<b>总部产业发展部</b>	<b>总部机构业务部</b>
联系电话：020-22139814 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼	联系电话：020-22139836 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼	联系电话：020-23382586 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼	联系电话：020-22139802 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼
<b>广期资本管理（上海）有限公司</b>			
联系电话：(021) 50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路 388 号越秀大厦 701 室			