

# 研究报告

## 专题研究

### 贵金属价格调整格局还将延续多久？

广州期货 研究中心  
联系电话：020-22139813

#### 摘要：

尽管 Delta 变异病毒引发全球各国新一轮疫情爆发，美国每日新增确诊人数快速攀升，但市场似乎对此并不过分担忧，市场风险偏好仍维持较高水平；且从近期公布的经济数据来看，本轮疫情恶化并未对美国服务业复苏造成严重冲击，7月ISM非制造业景气度录得二十余年以来新高，最新非农就业数据、失业率以及初请失业金数据也均强于预期。

经济基本面保持强劲进一步强化了市场对美联储提前货币政策正常化的预期。**我们预计美联储将于9月议息会议前后明确 Taper 时点，并在 Q4 或明年年初开始缩减购债规模。**美联储货币政策的变化是贵金属价格未来走势的核心线索，收紧趋势之下，“达摩克利斯之剑”始终高悬。此外，市场资金对贵金属价格后市表现并不乐观，以ETF为主的配置资金持仓自2020年8月以来始终保持低迷。

**8月初开始的这一轮贵金属价格下跌，其逻辑在于市场从交易 Delta 变异病毒疫情恶化转向交易美联储货币政策正常化加速。**此轮调整持续时间或可从历史行情中略窥一二。2013年Q1美联储释放Taper预期之后，金价震荡下行；随后在2013年6月美联储公布Taper具体时点后，金价大幅下挫见底；进而，2013年Q3金价展开较大幅反弹。**我们预计本轮 Taper 预期落地之前，贵金属价格调整压力始终存在，价格在次级别反弹之后仍有下探空间。**同时，建议密切关注9月份美联储议息会议上 Taper 预期落地的情况。

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】1497号

#### 联系信息

**胡岸**  
期货从业资格：F03086901  
投资咨询资格：Z0016570  
邮箱：hu.an@gzf2010.com.cn

**李代**  
期货从业资格：F03086605  
邮箱：li.dai@gzf2010.com.cn

**汤树彬**  
期货从业资格：F03087862  
邮箱：tang.shubin@gzf2010.com.cn

#### 沪金期货价格



#### 沪银期货价格



#### 相关报告

## 目录

一、Delta 变异病毒对美国服务业影响或有限.....	1
二、美联储朝货币政策正常化方向更进一步 .....	2
三、配置资金对后市极为谨慎 .....	3
四、贵金属价格后市仍面临较大压力 .....	4
免责声明.....	6
研究中心简介 .....	6
广州期货业务单元一览.....	6

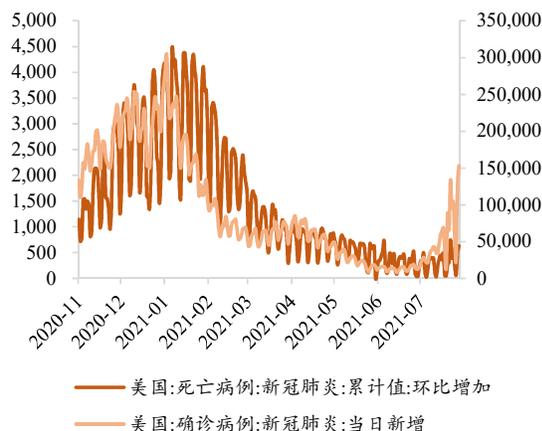
## 一、Delta变异病毒对美国服务业影响或有限

目前来看，Delta疫情在美国再度呈爆发之势，最新每日新增感染人数突破15万人，且仍有进一步增长势头。尽管如此，美国民众和市场似乎对于这一现状并不过于担忧，市场风险偏好仍然保持较高水平，道琼斯工业指数周五尾盘一度录得35246.79新高。

图表1：全球新增新冠确诊人数（例）



图表2：美国新增新冠确诊人数（例）

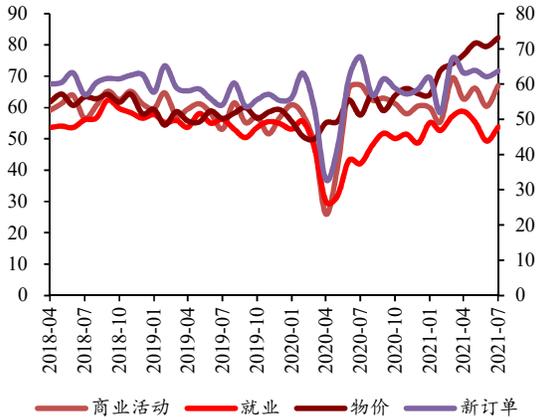


数据来源：Wind 广州期货研究中心

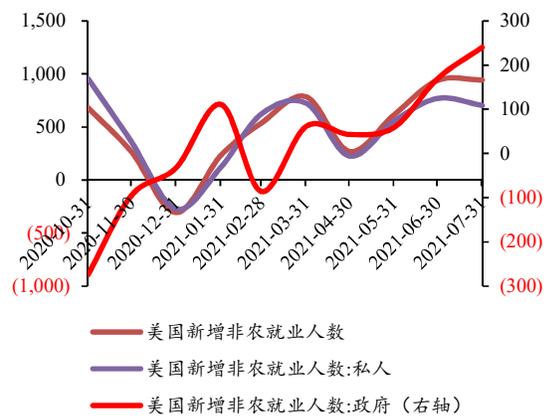
此轮疫情再度肆虐并未严重冲击美国7月份服务业的复苏。美国7月ISM非制造业景气度录得64.1，创1997年有记录以来新高，商业活动、新订单以及就业分项指数均不同程度的得到改善。同时，在8月6日公布的非农就业以及失业数据进一步佐证了这一判断。美国7月非农就业人口新增94.3万人，失业率从5.9%下降至5.4%。此外，周频数据也显示目前美国疫情似乎并未加剧美国失业问题，7月31日当周，美国初请失业金人数录得38.5万人，环比下降1.5万人，续请失业金人数录得293万人，环比下降36.6万人。

上述现象可能在原因存在于多个方面：其一，经历前几轮疫情冲击，美国民众开始逐步适应了与病毒共存；其二，目前美国民众疫苗接种覆盖率较高，尽管病毒突破疫苗防线，但重症率和致死率在疫苗的保护下保持非常低水平，民众心理不至于恐慌；其三，目前美联储仍然保持了极为宽松的货币政策，并未开始缩减购债。

图表3: 美国ISM非制造业经济景气度(%)



图表4: 美国新增非农就业人数(千人)



数据来源: Wind 广州期货研究中心

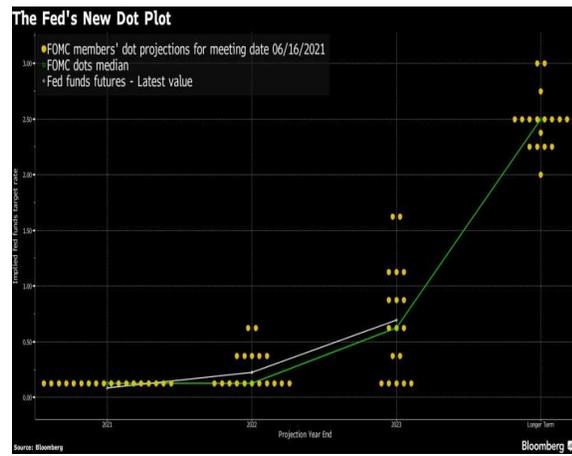
## 二、美联储朝货币政策正常化方向更进一步

强劲的就業基本面进一步强化了市场对于美联储提前边际收紧货币政策的预期。在就业问题上取得“实质性”进展是美联储货币政策正常化的条件之一。此前,市场担忧三季度Delta疫情恶化导致美国就业修复放缓,美联储货币政策正常化进程延后,但7月份美国的非农就业数据超预期减轻了市场的这种担忧。若按照目前美国就业的修复节奏,美联储最快将在9月的议息会议前后宣布明确的Taper时点,并在Q4末或者明年年初缩减购债规模。

图表5: 美联储资产负债表规模(十亿美元)



图表6: 美国最新议息会议点阵图



数据来源: Wind 广州期货研究中心

实际上,2021年年初以来,从美联储释放的信息来看,美联储对于Taper(缩减购债规模)的表态和路径正越来越清晰。尤其是进入8月以来,美联储官员对于美联储货币政策的发声愈发显得“鹰派”。

图表7: 美联储官员近期发声明显“偏鹰”

8月3日	美联储理事沃勒	通胀显著高于2%的目标; 美联储可能会在9月15日前宣布缩减购债; 如果我们在接下来的两份就业报告中新增80-100万个工作岗位, 将恢复失去工作岗位的85%, 这是一个重大的进一步进展; 劳动力市场将在8月、9月“真正起飞”; 赞成先缩减购买住房抵押贷款支持证券。
8月4日	美联储布拉德	建议更早、更快地采取缩债措施, 这样美联储就能在2022年更好地应对强劲的通胀; 市场已经做好了充分准备, 不会出现缩债恐慌。美联储应该在2022年第一季度结束债券购买; 目前并不真的需要购买资产, 经济正在大量复苏;
8月4日	美联储副主席克拉里达	美联储将在未来几次会议上评估减码QE; 财政政策的支持, 加上货币政策的支持, 可以抵消有效利率下限的约束; 2023年加息符合新的框架; 可能加息的条件在2022年底能满足。
8月5日	美联储卡普兰	美联储应该很快开始逐步缩减债券购买规模; 预计缩减购债规模需要大约8个月时间; 缩减购债可能意味着每月美国国债购买规模减少100亿美元, 抵押贷款支持证券减少50亿美元; 更快的减码QE并不意味着美联储会更快地加息。
8月5日	美联储卡什卡利	美国在就业方面还没有取得实质性进展; 如果秋季就业市场如预期般强劲, 则将达到“实质性进一步进展”的门槛。

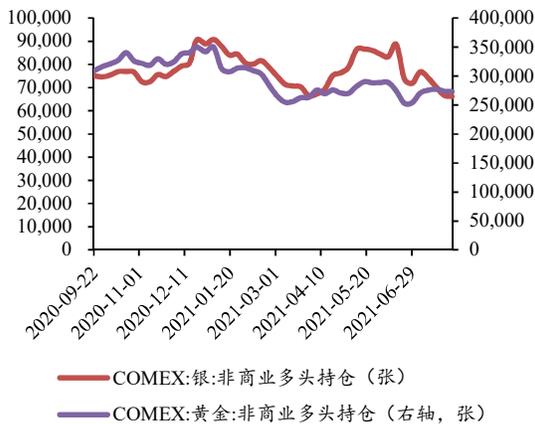
数据来源: Wind 广州期货研究中心

### 三、配置资金对后市极为谨慎

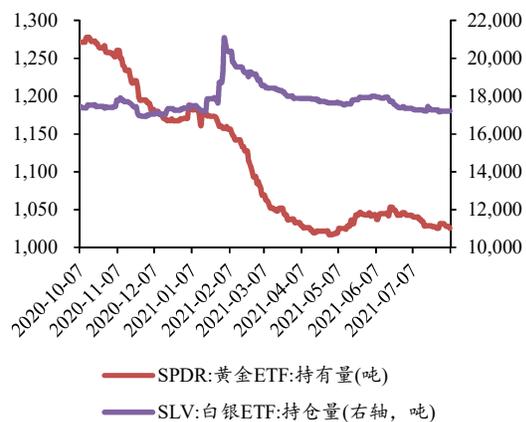
此外, 从资金动向来看, 市场资金对贵金属价格后市表现也并不乐观, 一方面, 2020年8月COMEX金价见顶以来, 全球最大的黄金ETF持仓量持续降低, SLV白银ETF持仓量也呈下滑态势; 另一方面, 3月开启的贵金属反弹行情中, CFTC非商净多持仓有明显的上升, 这反映为投机资金积极参与, 但贵金属ETF等配置资金明显较为谨慎, 持仓量仅微幅增长。

市场配置资金始终较为颓势, 其主要原因在于美联储目前正处于货币政策正常化的过程之中, 且美国经济数据(经济景气度、就业以及通胀)持续验证, 支持美联储朝着这一方向更进一步。

图表8: CFTC贵金属非商业净多头持仓 (张)



图表9: SPDR黄金&SLV白银ETF持仓量



数据来源: Wind 广州期货研究中心

#### 四、贵金属价格后市仍面临较大压力

短期内来看，随着Delta疫情对美国服务业冲击的逻辑证伪，市场放弃交易“疫情恶化导致美联储货币政策正常化延后或转向”逻辑，转而交易美联储货币政策正常化加速逻辑，贵金属价格不可避免的将在后市继续面临较大的压力。

从历史行情来看，**2013年Q2美联储Taper从预期到落地的过程中，金价的表现值得参考。**2013年Q1，美联储开始释放Taper的预期信号，同期美国经济基本面表现尚可，金价在Taper预期下震荡下行；进入Q2之后，美国经济仍然维持温和增长势头，美联储在6月宣布了Taper的具体时点，金价大幅下挫之后见底；进入Q3，金价在Taper预期落地后展开较大幅度反弹。

图表10：2013年4-6月，美联储Taper时点落地期间金价跌幅较大



数据来源：Wind 广州期货研究中心

**美联储货币政策的变化是贵金属价格未来走势的核心线索，Taper预期落地之前，贵金属价格调整格局不变。**建议密切关注9月份美联储议息会议上Taper预期落地的情况。但值得注意的是，如果在三季度末美联储Taper预期落地，而届时美国经济基本面再次出现转弱（疫情或其他因素），贵金属价格可能迎来空间可观的反弹。

图表11：美联储2021年货币政策重要事件时间表

1月28日	美联储利率决议、新闻发布会
2月18日	美联储公布会议纪要
3月18日	美联储利率决议、新闻发布会
4月8日	美联储公布会议纪要
4月29日	美联储利率决议、新闻发布会
5月20日	美联储公布会议纪要
6月17日	美联储利率决议、新闻发布会

7月8日	美联储公布会议纪要
7月29日	美联储利率决议、新闻发布会
8月19日	美联储公布会议纪要
9月23日	美联储利率决议、新闻发布会
10月14日	美联储公布会议纪要
11月4日	美联储利率决议、新闻发布会
11月25日	美联储公布会议纪要
12月16日	美联储利率决议、新闻发布会、经济预期

数据来源：Wind 广州期货研究中心

## 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) 23382614

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**

成都营业部	佛山南海营业部	清远营业部	上海陆家嘴营业部
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：0757-8872888 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
北京分公司	深圳营业部	长沙营业部	东莞营业部
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
广州体育中心营业部	杭州城星路营业部	天津营业部	郑州营业部
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
湖北分公司	苏州营业部	山东分公司	肇庆营业部
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
广东金融高新区分公司	青岛分公司	四川分公司	广期资本管理（上海）有限公司
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) 50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路 388 号越秀大厦 701 室
总部金融发展部	总部机构发展部	总部产业发展部	总部机构业务部
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：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼