



2021年11月4日 星期四

## 美联储Taper靴子落地

### 金银走势将震荡上行

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

#### 要点

- 美联储11月议息会议如预期开启Taper，标志着全球宽松货币政策的转向。但鲍威尔否定了减债结束即将加息的可能，向市场释放出了偏鸽派的信号。预计短期市场风险偏好会回升，美元指数大概率将会走弱，将会支撑贵金属价格走势。而市场对经济滞涨的担忧加大也有利于贵金属，后市贵金属价格可能呈震荡偏强走势。
- 预计11月份国际金价的主要波动区间将在1750-1850美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在23-25美元/盎司之间。
- 投资策略建议：金银逢低做多
- 风险因素：疫情控制不及预期，美国经济复苏不及预期

## 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、美联储 Taper 靴子落地，距离加息还有很长一段距离 .....	5
2、欧元区经济持续增长，但通胀再度超预期 .....	5
三、市场结构及资金流向分析.....	7
1、金银比价变化.....	7
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.....	9
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： .....	12

## 图表目录

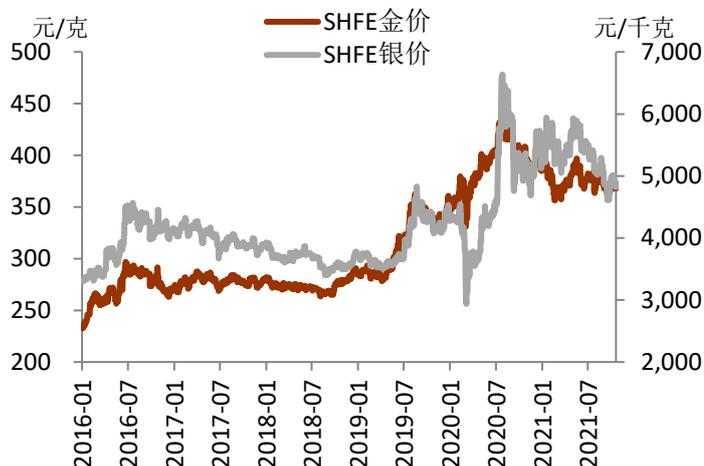
图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势 .....	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势 .....	4
图表 3 金价与美元指数走势变化 .....	4
图表 4 金价与美债利率走势变化 .....	4
图表 5 金价与 VIX 指数的变化 .....	6
图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化 .....	6
图表 7 主要经济体 GDP 增速变化 .....	6
图表 8 美欧经济意外指数变化 .....	6
图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化 .....	7
图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化 .....	7
图表 11 美国就业情况变化 .....	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 .....	8
图表 16 金价与铜价走势对比 .....	8
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 .....	10
图表 23 上海期货交易所白银库存变化 .....	10
图表 24 贵金属 ETF 持仓变化 .....	11
图表 25 黄金 ETF 持仓变化 .....	11
图表 26 白银 ETF 持仓变化 .....	11
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 .....	12
图表 29 CFTC 白银净多头持仓变化 .....	12

## 一、贵金属行情回顾

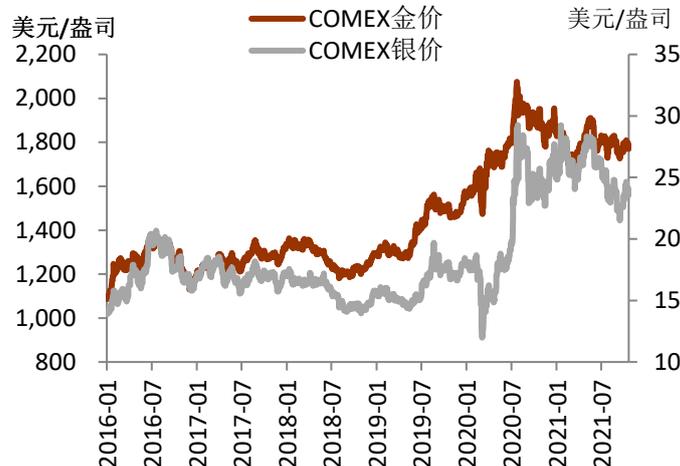
10月贵金属价格呈震荡上行的走势。虽然有美联储即将开启缩减QE的预期压制，但欧洲的能源危机叠加美国通胀数据不断走高，支撑贵金属价格重心依然上移。国际金价一度上涨至1800美元/盎司上方，截至10月底，COMEX期金主力合约报收于1785美元/盎司，月度涨幅为1.56%；前期大幅下挫的白银价格反弹更加强劲，10月底报收于23.96美元/盎司，月度涨幅为8.12%。

进入11月，迎来备受关注的美联储议息会议。在会议结束前金银价格一度承压下行，但在美联储如市场预期宣布将于11月启动缩减购债后，金银价格盘中都止跌反弹并收回大部分跌幅。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

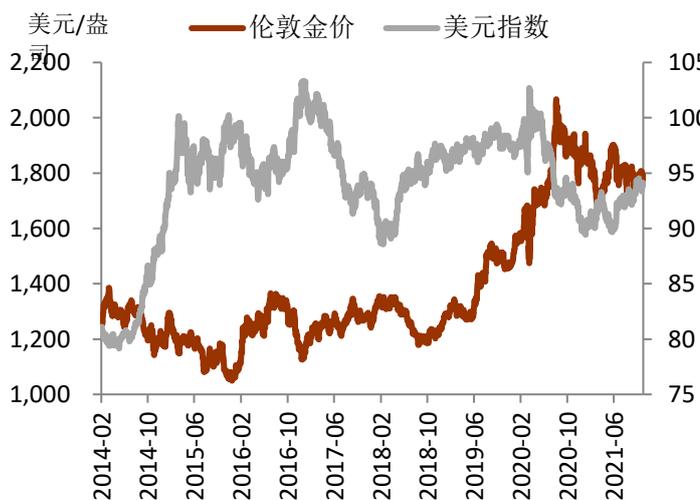


图表2 近5年COMEX金银价格走势



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

最新公布的数据显示主要经济体的通胀再度加速，市场对经济滞涨的担忧加大，投资者转向黄金以对冲通胀风险，贵金属价格受到提振。另外，美元指数的回调也支撑了金价。美联储 11 月利率会议开启了缩减购债，标志着美联储宽松货币政策的转向。

### 1、美联储 Taper 靴子落地，距离加息还有很长一段距离

美国第三季度 GDP 年化季率增长 2%，较前一季度增长 6.7% 大幅放缓，且放缓速度超预期，为新冠肺炎疫情复苏期间最缓慢增幅。三季度核心 PCE 物价指数年化季率增长 4.5%，符合市场预期；实际个人消费支出增长 1.6%，较二季度 12% 的涨幅大幅放缓。PCE 物价指数中能源相关消费同比增幅飙升或与近一段时间内能源价格飙涨有关。美国零售销售数据已从 4 月份的峰值回落。美国 9 月零售销售月率实际公布 0.7%，预期 -0.2%，前值 0.7%；美国 9 月零售销售年率实际公布 13.95%，前值 15.1%。美国 9 月核心零售销售月率实际公布 0.80%，预期 0.5%，前值 1.8%。

供应链压力下，美国 10 月制造业 PMI 下降。美国 10 月 ISM 制造业 PMI 降至 60.8，预期 60.5，前值 61.1；就业指数为 52，前值 50.2；新订单指数为 59.8，前值 66.7。美国 10 月 Markit 制造业 PMI 终值为 58.4，预期 59.2，初值 59.2。但就业市场保持复苏，美国 10 月 ADP 就业人数新增 57.1 万，为 6 月来新高；预期 40 万，前值 56.8 万修正为 52.3 万。供给瓶颈困扰美国经济增长、并加重了通胀的持续性，设备及住宅投资、补库存均不及预期，通胀持续在高位，居民购买力下降，预计四季度美国经济将转向供给端的修复。

美联储在 11 月的议息会议上，维持联邦基金目标利率 0%-0.25% 不变，并一如市场预期给出削减 QE 时间表。自本月起美联储将分 8 个月时间每月减少购买 100 亿美元美债与 50 亿美元 MBS，直至明年 6 月结束本轮 QE，与 9 月议息会议纪要给出的指引一致。但鲍威尔表示加息所需达到的经济条件更为严苛，否定了减债结束即将加息的可能。美联储此次会议如预期开启 Taper，标志着全球宽松货币政策的转向。但是，对于实体经济和劳动力市场的担忧使得美联储向市场释放出了偏鸽派的信号，以对冲缩减购债带来的压力。预计短期市场风险偏好会回升，美元指数大概率将会走弱。在 Taper 靴子落地之后，市场关注的焦点将转向美联储何时会推进的加息政策，当前看来，距离美联储加息还有很长一段距离。

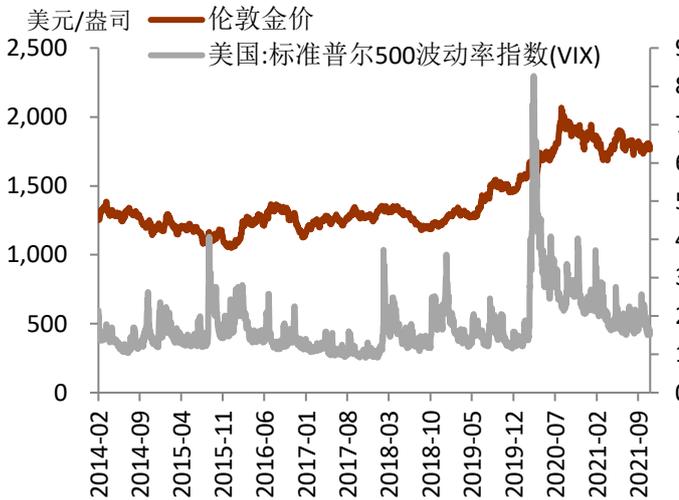
### 2、欧元区经济持续增长，但通胀再度超预期

欧元区三季度经济增长小幅加快，欧元区三季度 GDP 环比折年率 9.1%、基本持平市场预期，前值 8.7%。尽管欧元区经济持续增长，但近期疫情反弹，再加速能源危机，刺激欧元通胀再次超预期飙升。欧洲欧元区 10 月 CPI 同比增幅初值为 4.1%，前值为 3.4%，创 13 年以来新高，10 月核心 CPI 同比增幅为 2.1%，同样为 2008 年以来最高水平。疫情以来，

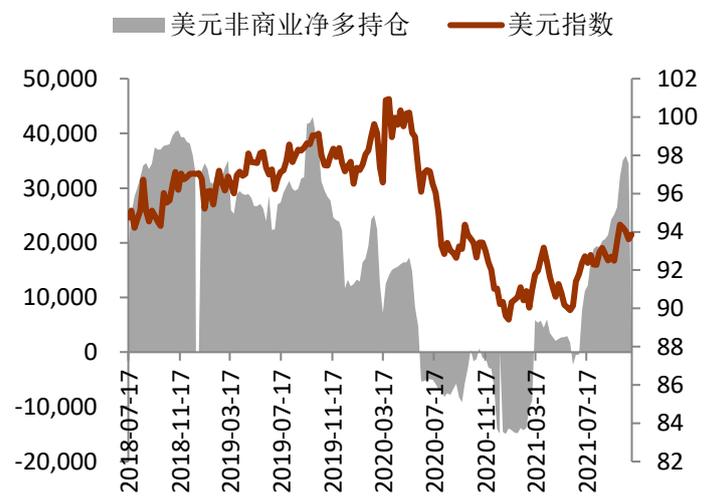
供应链持续中断，原材料运输受阻，导致产品短缺，欧元区制造业 PMI 下滑至八个月新低。欧元区 10 月份 IHS Markit 制造业 PMI 终值为 58.3，低于前值 58.6，为八个月以来最低水平，也低于初值 58.5，但是仍未跌穿荣枯线。由于原材料短缺，供应商进一步提高价格，欧元区生产价格指数从 86.9 攀升至 89.5，为 1997 年以来最高值。在供应链冲击持续、原材料价格上涨等问题影响下，欧元区四季度经济增长可能较三季度出现回落，经济面临的风险依然存在。

欧洲央行在 10 月 28 日货币政策会议决定维持三大关键利率不变，同时维持疫情期间的刺激措施。欧央行行长拉加德表示通胀飙升是暂时的，经济仍然需要央行 1.85 万亿欧元的刺激计划。基于劳动力市场恢复不足的问题和对通胀和原油价格明年回落的预期，预计欧洲央行依旧保持相对宽松的货币政策，不太可能在 2022 年实施加息政策。

图表 5 金价与 VIX 指数的变化

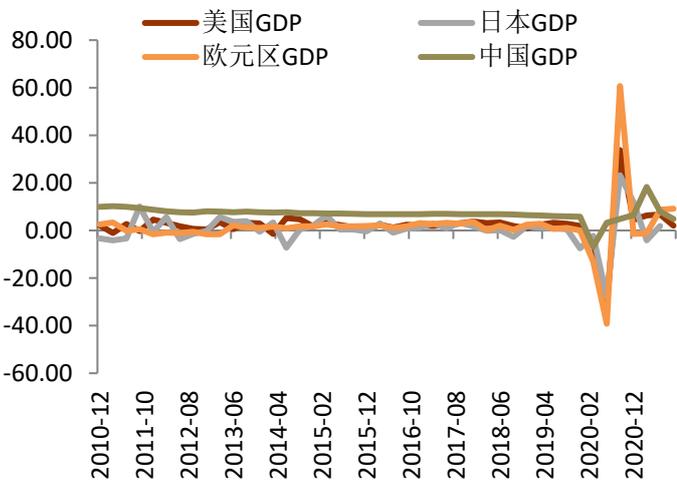


图表 6 美元指数与美元指数净头寸变化

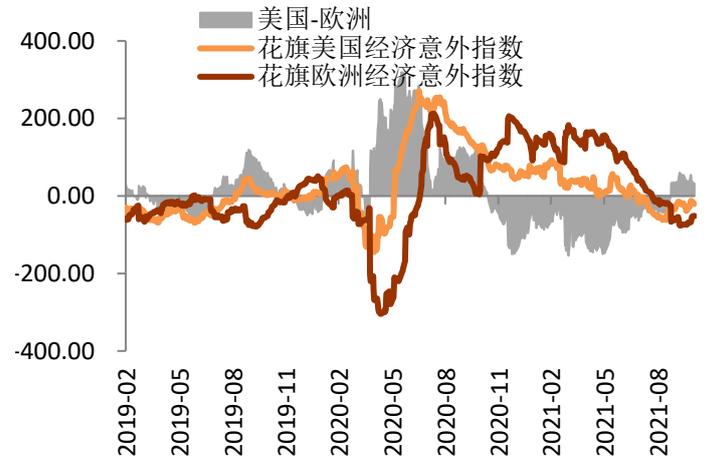


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 主要经济体 GDP 增速变化

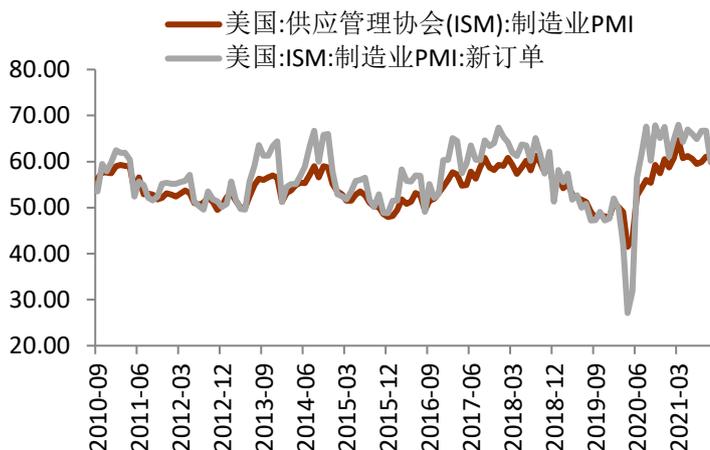


图表 8 美欧经济意外指数变化

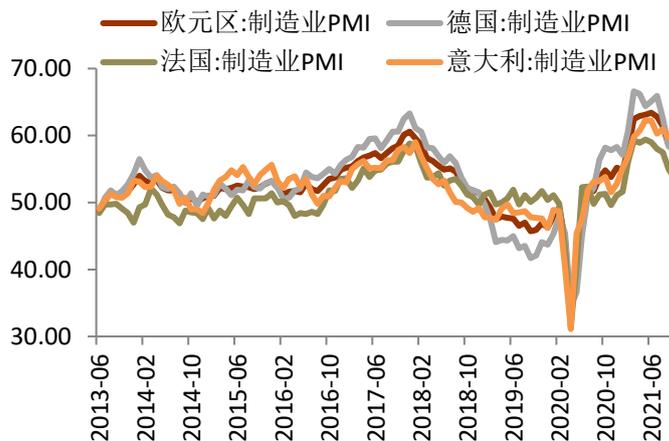


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 9 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

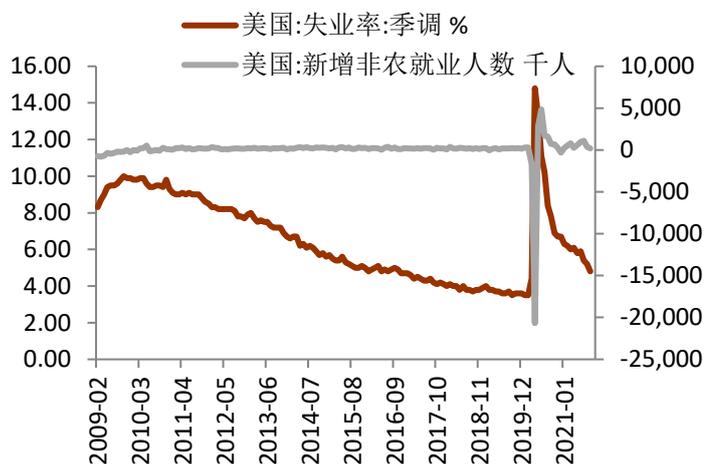


图表 10 欧元区制造业 PMI 增速变化

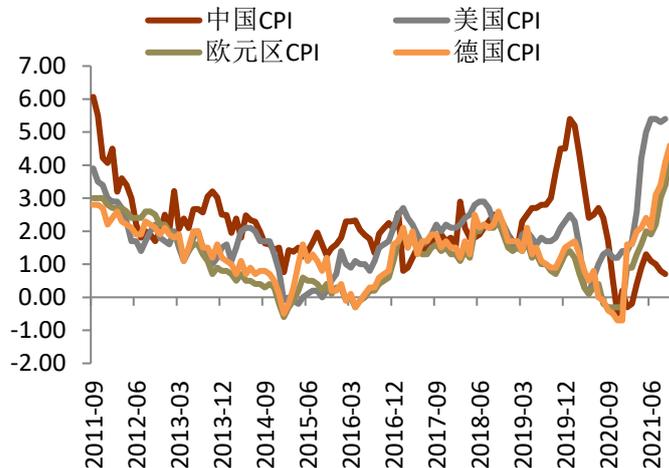


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 11 美国就业情况变化



图表 12 主要经济体 CPI 变化



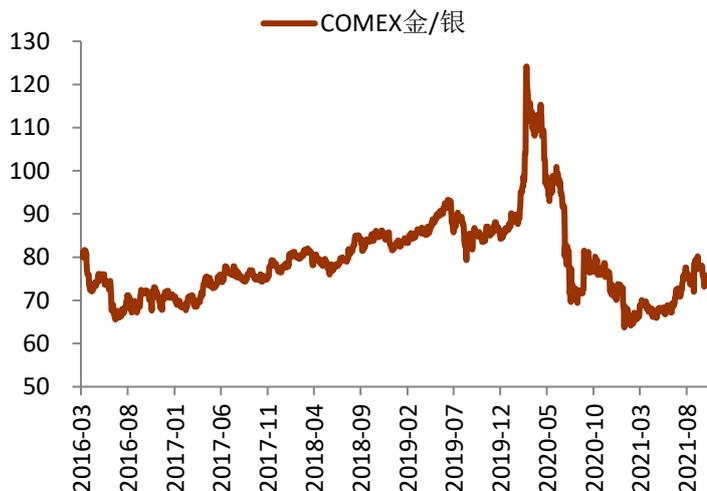
资料来源: Wind, 铜冠金源期货

### 三、市场结构及资金流向分析

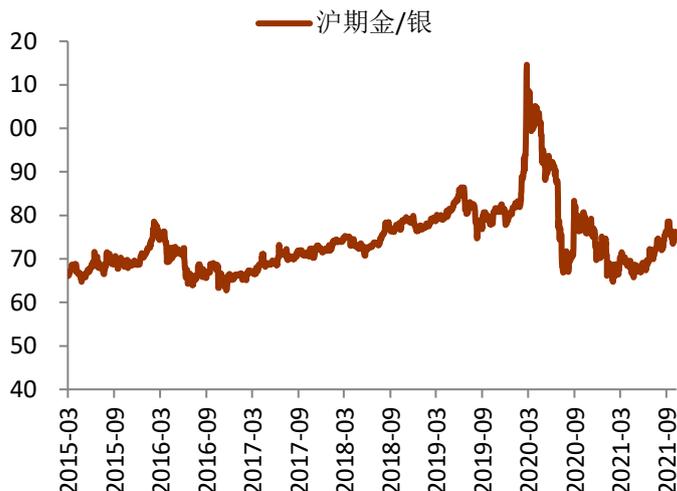
#### 1、金银比价变化

10月白银价格走势明显强于金价, COMEX 金银比价从9月底的80一线回调至75。原油价格持续上涨带动大宗商品普遍上涨, 商品属性更强的白银价格强劲反弹, 扭转了之前金强银弱的格局。当前原油价格涨势暂缓, 黑色系大宗商品大幅回落, 后续金银比价的走势依然受到大宗商品整体走势的影响。

图表 13 COMEX 金银比价变化



图表 14 沪期金银比价变化

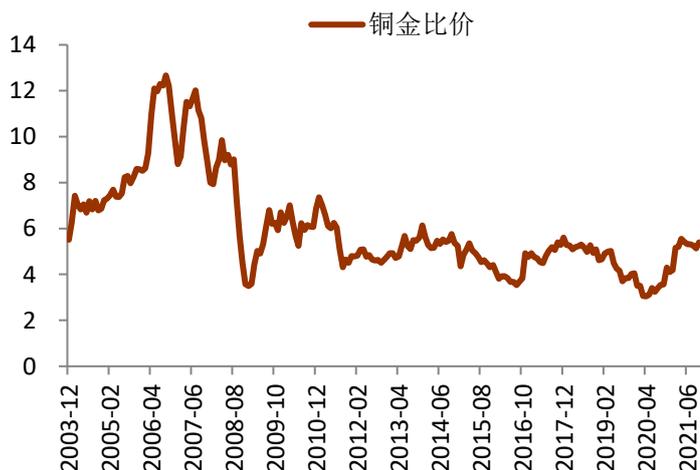


资料来源：Wind，铜冠金源期货

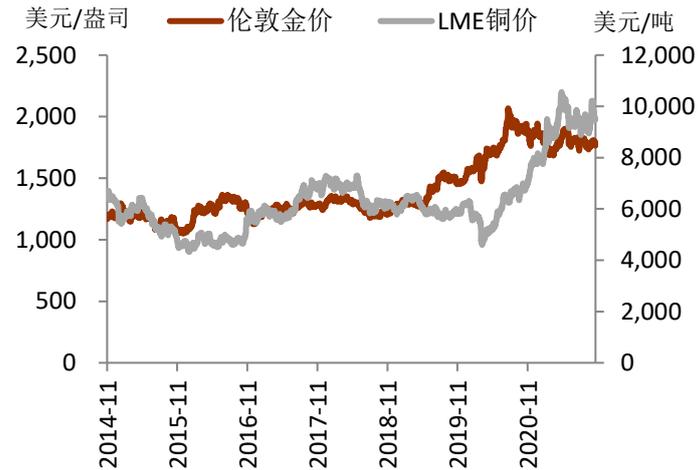
## 2、铜金比价变化

10月铜价先涨后跌，金价重心上移，铜金比价的整体波动幅度不大，从9月底的5.1上涨至最高5.8一线，而后回落至5.36。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。铜的需求弹性显著强于黄金，铜金比价可以代表投资者的风险偏好，包含市场对经济基本面的预期。当前限电导致铜供需两弱，走势震荡，但美联储Taper靴子落地，压制金价上涨的因素阶段性消除，后期铜金比价有望走低。

图表 15 铜金比价变化



图表 16 金价与铜价走势对比



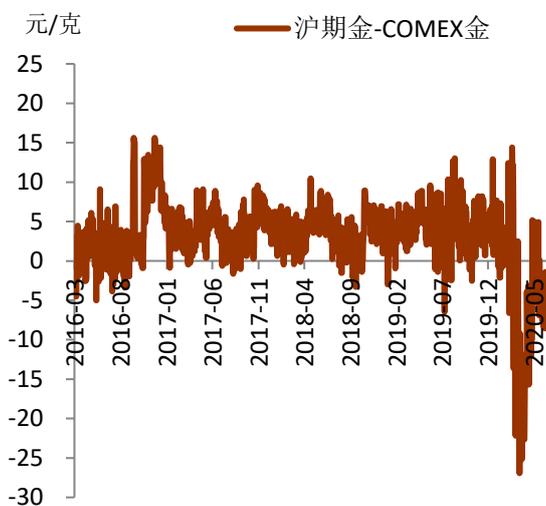
资料来源：Wind，铜冠金源期货

### 3、期现及跨期价差变化

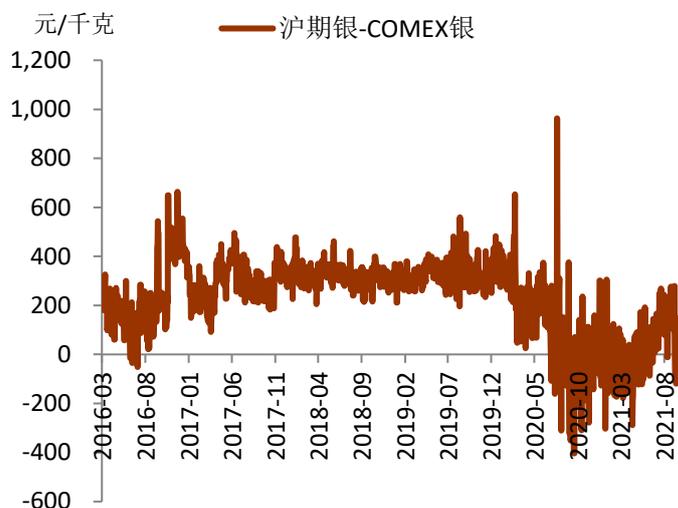
人民币兑美元汇率在 10 月升值明显，特别 10 月 19 日当日，人民币兑美元汇率出现大幅跳升。之后内盘金银期货价格都对外盘出现了贴水，特别是白银在 19 日之后持续保持贴水，且贴水扩大。说明当前市场对人民币兑美元汇率持续升值的预期较强。

对于人民币兑美元升值的逻辑，有海外疫情不断导致中国净出口增加，结汇需求增加带动人民币升值，也有人民币升值能抵消能源产品进口的价格压力，部分抵消国内通胀的解释。

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 11 月 3 日，COMEX 黄金期货的库存有 3323 万盎司，合计约 1034 吨，比上个月的库存减少 2.43%，比去年同期减少 11.49%。

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 11 月 3 日，COMEX 白银库存有约 3.5 亿盎司，合计约 10971 吨，比上月减少 2.1%，比去年同期减少 7.61%。

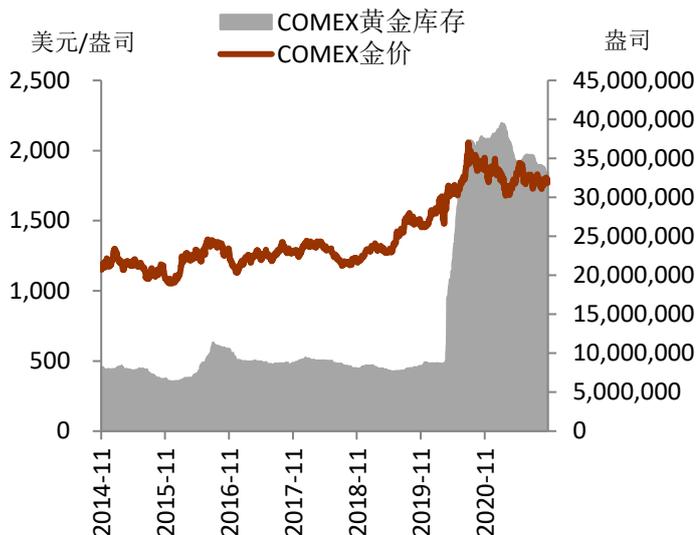
10 月国内两大交易所的白银库存略有增加。主要是上海期货交易所的库存在 10 月增加了 100 多吨，目前有 2228 吨，上海黄金交易所的白银库存依然在下降，目前有 2445 吨。

图表 19 COMEX 贵金属库存变化

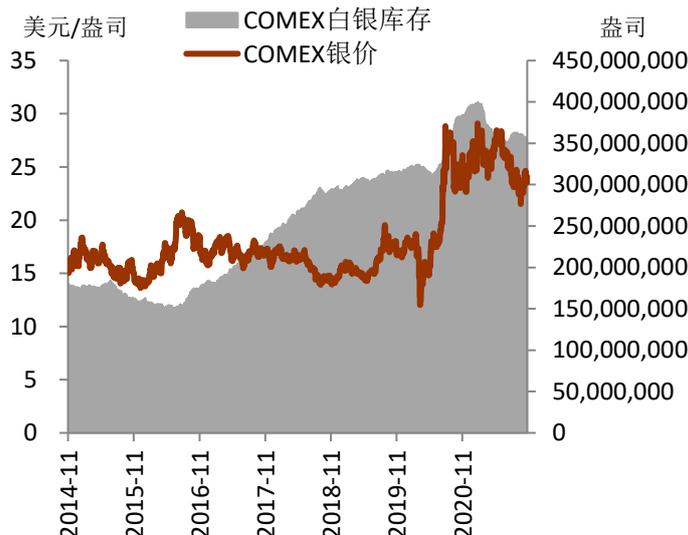
	2021/11/3	2021/10/2	2020/11/2	较上月增 减	变化率	较去年增 减	变化率
黄金(盎司)	33236192	34062214	37548992	-826022	-2.43%	-4312800	-11.49%
白银(千盎司)	352733902	360300600	381797262	-7566698	-2.10%	-29063360	-7.61%

资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 20 COMEX 黄金库存变化

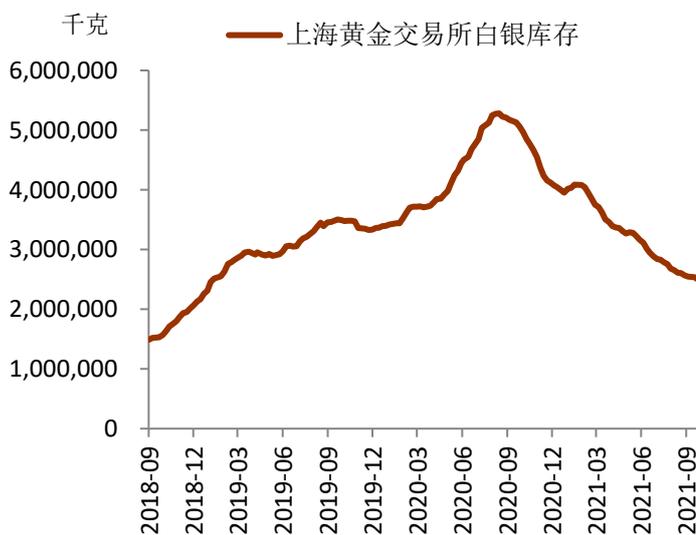


图表 21 COMEX 白银库存变化

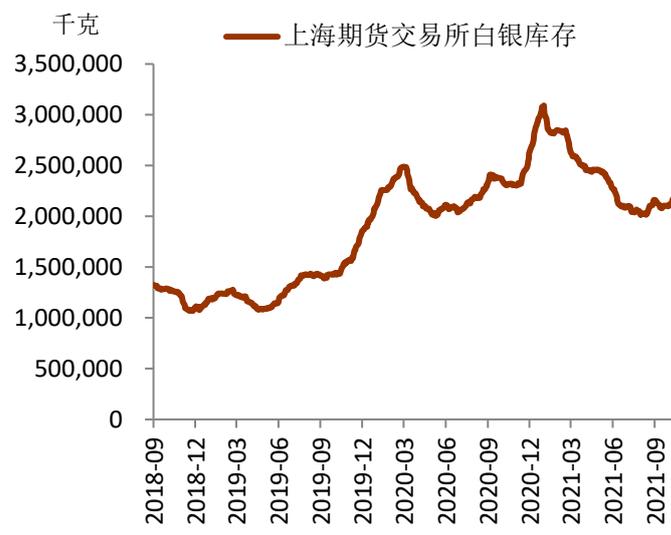


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

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 11 月 3 日,全球最大的黄金 ETF - SPDR Gold Trust 持金量下降至 978 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 16960 吨,比 2 月初超过 2.1 万吨的历史高位有明显下降,比上个月小幅减少了 0.76%。

贵金属 ETF 的持仓变化代表了市场上长期投资资金的动向,往往都滞后于贵金属价格的波动。

图表 24 贵金属 ETF 持仓变化

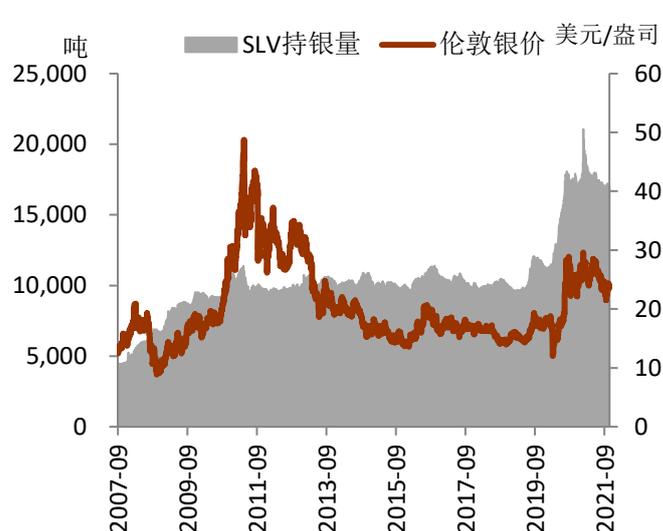
单位: 吨	2021/11/3	2021/10/3	2020/11/3	较上月增减	环比变化	较全年增减	同比变化
SPDR 黄金持仓	978.07	986.54	1255.92	-8.47	-0.86%	-277.85	-28.41%
ishares 白银持仓	16959.86	17089.46	17404.22	-129.60	-0.76%	-444.36	-2.62%

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

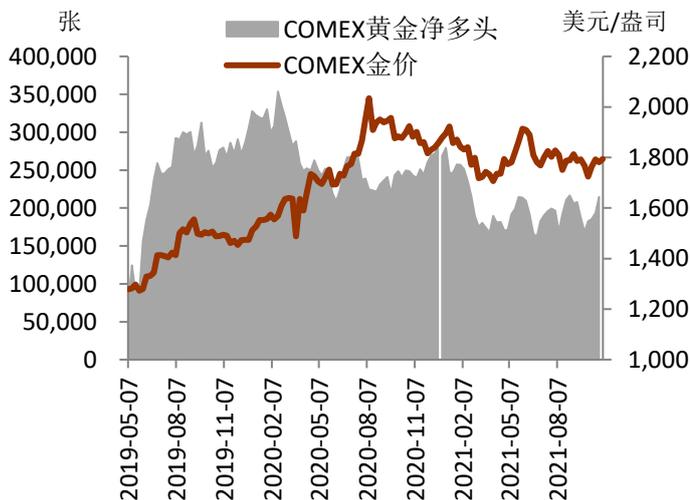
CFTC 的非商业性净多头持仓的变化代表了市场上短期投机资金的动向，在一定程度上影响着大宗商品价格的短期走势。根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2021 年 10 月 26 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 214560 张，近一个月持续增加；而 COMEX 白银期货的非商业性净多单持仓量为 37532 张，在持续三个月减少之后，近一个月明显增加。这也助推了 10 月银价走势明显强于金价。

图表 27 CFTC 黄金白银非商业性持仓变化

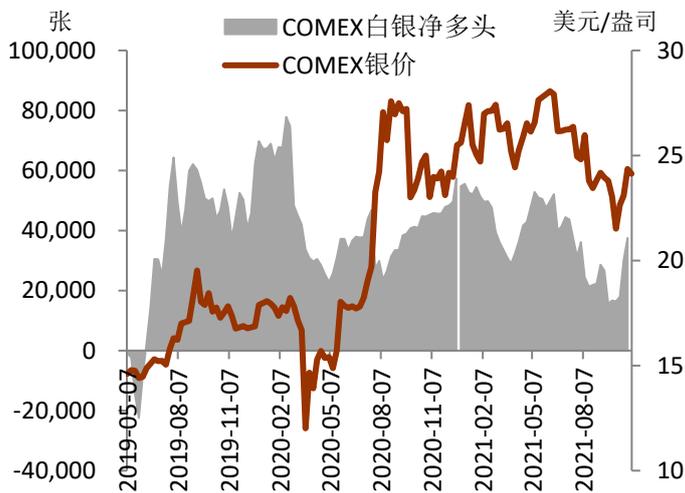
黄金期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2021-10-26	313646	99086	214560	21211
2021-10-19	299882	106533	193349	7810
2021-10-12	298503	112964	185539	2957
2021-10-05	295939	113357	182582	
白银期货	非商业性多头	非商业性空头	非商业性净多头	比上周变化
2021-10-26	66677	29145	37532	7176
2021-10-19	66572	36216	30356	12369
2021-10-12	63488	45501	17987	1608
2021-10-05	63957	47578	16379	

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：

美联储 11 月议息会议如预期开启 Taper，标志着全球宽松货币政策的转向。但鲍威尔否定了减债结束即将加息的可能，向市场释放出了偏鸽派的信号。预计短期市场风险偏好会回升，美元指数大概率将会走弱，将会支撑贵金属价格走势。而市场对经济滞涨的担忧加大也有利于贵金属，后市贵金属价格可能呈震荡偏强走势。

预计 11 月份国际金价的主要波动区间将在 1750-1850 美元/盎司之间，国际银价的主要波动区间将在 23-25 美元/盎司之间。

投资策略建议：金银逢低做多

风险因素：疫情控制不及预期，美国经济复苏不及预期

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。